

アメリカにおけるモーゲージ証券化の過程

——住宅モーゲージ市場の展開との関係を中心に

青 木 則 幸

(目次)

第一章 序 論

第一項 問題の所在

第二項 住宅モーゲージ市場と「証券化」

第三項 本稿の目的

第二章 大恐慌後の住宅モーゲージ市場（一九三〇～四五）

第一項 経済史的背景

第二項 一九三四年

第三項 当時期の住宅モーゲージ市場

第三章 戦後期の住宅モーゲージ市場（一九四六～六五）

第一項 経済史的背景

第二項 一九四八年法

第三項 一九五四年法（FNMAの組織改革）

アメリカにおけるモーゲージ証券化の過程（青木則幸）

- 第四項 当時期の住宅モーゲージ市場
- 第四章 金融引締期の住宅モーゲージ市場（一九六六～）
 - 第一項 経済史的背景
 - 第二項 政府系機関によるMBSの発行
 - 第三項 民間機関によるMBSの発行
 - 第四項 当時期の住宅モーゲージ市場
- 第五章 結語

第一章 序論

第一項 問題の所在

最近、わが国の不動産金融の分野においても、資産金融の証券化⁽¹⁾が注目されるようになってきている。わが国において、証券化の導入が試みられている背景には、アメリカにおける証券化（securitization）の展開がある。周知のように、アメリカにおいては、とりわけ一九八〇年代後半以降、商業不動産をはじめさまざまな資産金融の証券化が盛んである。⁽²⁾

近年のアメリカで資産金融の証券化が大きく展開したのは、そのニーズの高まりと、それを受けて多様な金融商品の開発がなされたためであると考えられる。しかし、かかる展開が可能であった前提的要因として指摘されるのは、一九八〇年代前半以前に、住宅モーゲージ（residential mortgage）⁽³⁾の証券化が、Mortgage-Backed Securities（モーゲージ担保証券。以下、MBSと呼ぶ）と呼ばれる証券化の手法を確立するまでに進展していたことである。⁽⁴⁾この住

宅モーゲージのMBSが、今日の広範な資産金融の証券化の原型となっているのである。

わが国の金融法体系における証券化の導入とその位置付けのための議論を進めるにあたって、かかる住宅モーゲージの証券化の過程がいかなるものであるかを、ぜひとも知っておく必要がある。

第二項 住宅モーゲージ市場と「証券化」

住宅モーゲージ市場は、①自らモーゲージ貸付を行った貸主が、その結果生じたモーゲージおよび被担保債権（以下、モーゲージ債権と呼ぶ⁽⁵⁾）を保有する取引（モーゲージ貸主としての取引⁽⁶⁾）、②他者の引受を前提としてモーゲージ貸付を行い、そのモーゲージ債権を保有しない取引（モーゲージバンカーとしての取引⁽⁷⁾）、③モーゲージ債権がモーゲージ債権を投資の対象として譲受け（買取り）、保有し、さらには（多くの場合）一定期間の後に再び譲渡（売却）する取引（モーゲージを対象とする投資家としての取引⁽⁸⁾）によって構成される。

従来、アメリカの住宅モーゲージ市場は、主として、貸主が、主として預金を吸収することによって確保する財源をもって、借主に住宅建設資金を貸付ける取引によって支えられてきた。かかる取引によって構成されるモーゲージ市場はモーゲージ一次市場（primary mortgage market）取引と呼ばれる⁽⁹⁾。一次市場取引においては、貸主がモーゲージ債権を創出する業務、債権が消滅するまでモーゲージ債権を保有しキャッシュフローを収取する業務、モーゲージ債権を消滅させるために必要な取立てや担保目的財産を管理する業務（以下、サービス業務と呼ぶ）のすべてを行う。

それに対して、現在では、貸主ないしモーゲージバンカーが借主との間で創出したモーゲージ債権を、投資家が、貸主ないしモーゲージバンカーから当該債権を譲受け（買取り）、一定期間保有しそのキャッシュフローを収取した

後に、他の投資家に再譲渡（売却）するという取引が盛んになされている。⁽¹⁰⁾これは、モーゲージ二次市場（secondary mortgage market）取引と呼ばれる。⁽¹¹⁾かかる市場は、一九八〇年代半ばまでに、「成熟した市場（matured market）」とみなされるまでになっていた。⁽¹²⁾二次市場取引においては、モーゲージ債権の創出とサービス業務は、当該モーゲージ債権を創出した貸主が当該債権の消滅に至るまで継続し、債権の保有とそのキャッシュフローの収取は、輾転する当該債権を一定期間保有する投資家が行う。この場合、モーゲージ貸付けの資金源は、貸主が吸収した預金である場合もあれば、モーゲージバンカーが最初に当該債権を買取る投資家からの貸付金である場合もある。いずれにせよ、最終的には投資家の資金を期待した貸付け取引である。その意味で、二次市場取引の主たる資金源は投資家の資金である。

住宅モーゲージの証券化の過程とは、各金融機関がそのモーゲージ市場における取引を二次市場取引にシフトさせていく過程である。それが「証券化」と呼ばれるのは、（少なくとも現在）その際にMBSと呼ばれる証券が用いられるためである。⁽¹³⁾

アメリカの住宅モーゲージ二次市場において、MBSという証券が用いられ始めたのは、一九七〇年代以降であるが、二次市場取引を促す試みは、一九三〇年代に始まる。

第三項 本稿の目的

住宅モーゲージの証券化の過程がいかなるものであったのかを分析するためには、「証券化」という名称の由来となったMBSが用いられ始めた時点以降の検討では不十分である。従来一次市場取引のみによって構成されていた住宅モーゲージ市場が、なぜ二次市場取引へとシフトしていったのか、いかにしてそのようなシフトが可能となった

のかという点を検討する必要がある。

住宅モーゲージ市場の一次市場取引から二次市場取引へのシフトは、民間金融機関によって自発的に行われていたわけではない。立法的措置によって設立された政府機関ないし準政府機関（以下両者を合わせて、政府系機関と呼ぶ）によって、政策的に進められてきたものである。

本稿では、かかる視点にもとづき、二次市場取引を促すための政府系機関が最初に設立された一九三〇年代から、現在の多様なMBSの原型となる、ペイスルー（pay-through）証券と呼ばれるMBSの発行が定着する一九八〇年代前半までを検討対象とする。

第二章 大恐慌後の住宅モーゲージ市場（一九三〇～四五）

第一項 経済史的背景

大恐慌は、アメリカ国民の家計の所得を低下させ、家計の住宅モーゲージ債務の返済能力をも低下させた。住宅モーゲージにおける抵当流れは、一九二六年には全米で六万八〇〇〇件にすぎなかったものが、一九三三年には二五万二〇〇〇件にのぼった。大恐慌後の不況期に総計で二〇〇万件もの抵当流れが発生し、これは当時のモーゲージ残高の二・三割にあたる。⁽¹⁴⁾ 住宅モーゲージ市場が麻痺し、多くの国民がホームレスとなった現状に直面し、連邦政府は従来とってきた住宅に対する関与消極主義改めざるを得なくなった。⁽¹⁵⁾ ここで政府がとった立法措置は、次の三種類である。

第一に、経営難に陥っていた既存の住宅モーゲージ貸主に対して資金を供給するための諸立法がなされた。住宅モーゲージ市場における主たる機関貸主である貯蓄金融機関を対象に Federal Home Loan Bank System（連邦住宅貸

付銀行制度。以下、FHLB制度と呼ぶ）を確立した Federal Home Loan Bank Act（以下、一九三二年法と呼ぶ⁽¹⁶⁾）がこの例である。

第二に、モーゲージ債務の利息を支払いや借換えをなしたりすることが困難な住宅所有者に直接的に貸付を行うため、Home Owners Loan Act of 1933（以下、一九三三年法と呼ぶ⁽¹⁸⁾）によって Home Owners Loan Corporation（住宅所有者資金貸付会社。以下、HOLCと呼ぶ⁽¹⁷⁾）が設立される。

第三に、National Housing Act（以下、一九三四年法と呼ぶ⁽¹⁹⁾）によって、住宅モーゲージ貸付の信用保証制度を確立するための政府機関 Federal Housing Administration（連邦住宅局。以下、FHAと呼ぶ⁽¹⁸⁾）が設立される。

これらの措置は、（大恐慌により荒廃した）住宅モーゲージ一次市場の機能の回復に向けられたものである。しかし、この時期の諸立法の一環として、モーゲージ二次市場の形成に向けられた最初の立法的措置がとられる。それは、FHAによって信用保証された住宅モーゲージ付債権の買取・保有・売却を行う政府機関 Federal National Mortgage Association（連邦国民抵当協会。以下、FNMAと呼ぶ⁽¹⁹⁾）の設立であった。

第二項 一九三四年法

一 一九三四年法の趣旨

一九三四年法は、FHAの設立を規定する（一九三四年法第一編）。さらにFHA長官に National Mortgage Association（国民抵当協会。以下NMAと呼ぶ⁽²⁰⁾）の設立を認可する権限を与える旨規定する。

FHAは、住宅モーゲージ貸付の信用保証制度を確立するために設立された機関である。しかし、一九三四年法は、後述のように、FHAによる債務保証の対象とする住宅モーゲージ債権について、一定の要件を課す。これは、

貸主としての金融機関の取引（モーゲージ一次市場）を現代化する趣旨であった。また、そのFHAの指揮下におかれたNMAは、FHAが債務保証をなした（既に創出された）モーゲージ債権の買取・保有・売却を行うための機関であり、その設立はモーゲージ二次市場取引を支援する趣旨であった。

二 FHAの設立

1 FHA設立の制度趣旨

一九三四年法によって設立されたFHAは、住宅モーゲージ債権の債務保証を主たる業務とする連邦機関である。⁽²¹⁾ FHAの信用保証制度の目的は、大恐慌後、住宅金融機関がモーゲージ貸付を縮小する中で、国民に満足できる住宅環境を提供するため、現代的なモーゲージ貸付制度を確立することにあつた。⁽²²⁾

そもそも、モーゲージ貸主の観点からすると、モーゲージ債権には次のような危険性が存在する。①モーゲージ設定者（およびその相続人）の債務不履行の危険、②モーゲージの実行（foreclosure）⁽²³⁾によって、被担保債権の元利および実行のための経費に充当するに不十分な額しか得られない危険、③不足額が回収不可能であるか、実行の結果生じる損失を補填するに不十分という危険である。⁽²⁴⁾

かかるモーゲージ貸付の危険性に鑑み、FHAの信用保証制度導入前のモーゲージ貸付取引は、次の特徴をもっていた。

第一に、FHAの設立される一九三〇年代前、モーゲージ貸付は、「バルーン・モーゲージ（balloon-mortgage）」ないし「バルーン・ノート（balloon-note）」と呼ばれる種類のものがほとんどであった。典型的には、これらは三年ないし五年の短期モーゲージ債権であつて、当該債権が満期にいたるまで、債務者は利子のみを支払う。そして、債務者が元本全体を弁済する資金を蓄えていなかった場合、借主は当該契約（消費貸借契約およびモーゲージ設定契

約）が更改されるか、他の貸主からその資金を得る（借り換える）試みをなすことになった。⁽²⁵⁾これは、モーゲージ貸主が、モーゲージ貸付の危険性ゆえにモーゲージを長期間保有することを避けたために発生した取引形態である。

借主にとって、貸付期間が短いことは、割賦弁済における一回あたりの弁済金額が大きくなることを意味する。しかし、とりわけ低所得者等のモーゲージ借主にとって、かかる短期間に、債務のすべてを弁済することは困難であった。その結果生じたのが、①満期までは、利子のみを弁済し、②元本は満期時に一括弁済するという形でのバルーンモーゲージであった。この元本の一括弁済は、借換えを予定したものである。借換えを前提とする短期のバルーンモーゲージは、大恐慌後の一九三〇年代の不況に際して、破綻をきたしていた。

第二に、当時のモーゲージ貸付は、被担保債権対資産価値比率（loan-to-value rate、以下LTV率と呼ぶ）の低い取引であった。LTV率とは、モーゲージ貸付の査定の上で最も重要とされる要素であり、LTV率が高ければ高いほど、危険性は高い。⁽²⁶⁾理論的には、高額なモーゲージ貸付をなす貸主は、比較的风险が高いと判断した融資の利率を上乗せすることによって、貸主が被るかもしれない損失を分散させることになる。しかしながら、法外な利率を課することは、レギュレーションに抵触するか、そうでなくても、偏頗行為として否定される可能性がある。その結果、一般に、金融機関は、LTV率が高い場合、融資を行わない。⁽²⁷⁾かかるモーゲージ貸付の危険性の認識の結果、従来住宅金融における貸主は、従来、LTV率 $\pm 60\%$ 以下の場合にしか貸付を行わないのが普通であった。⁽²⁸⁾このことは、低所得者等、多額の頭金を準備できない借主にとって、融資の困難を意味した。その結果、そのような借主は、本来の弁済能力よりも低い額しか融資を受けることができず、その分住環境は悪化した。

FHAの信用保証制度は、モーゲージ貸付の危険性を肩代わりすることにより、従来のモーゲージ貸付取引の弊害を除去する趣旨で確立されたのである。すなわち、モーゲージ貸主が、バルーンモーゲージにかわって、長期かつ完

全償還型の住宅モーゲージ貸付が比較的低い頭金の支払いでなされるよう誘導する⁽²⁹⁾。それによって、借主がその弁済能力に応じた最大限の融資を安定した弁済方法によって得、それによって国民の住環境の水準を引き上げることが目的とするものであった。

2 F H A の信用保証

F H A は、一定の住宅モーゲージ債権の債務保証をなし、モーゲージの危険性を肩代わりする。ここで一定のモーゲージ債権とは、次のような要件を充たすと F H A が認めるモーゲージである⁽³⁰⁾。①モーゲージ目的財産のサービ業務を行う能力があるモーゲージ権者によって設定されたモーゲージのつく債権であること。②一万六〇〇ドルを超えず、モーゲージ貸付がなされた時点における目的財産の鑑定価額の八〇%を超えない額の被担保債権を有すること。③二〇年以内の満期を有すること。④期限内に完全に償還され、かつ、モーゲージ設定者の支払能力に応じた範囲で定期的な弁済をなすことを要件とする合意があること。⑤被担保債権の残存額の年五% (F H A が特に認める場合は六%) を超えない利子を有すること。⑥モーゲージの元本の償却のために、モーゲージ設定者の定期的な弁済がなされる旨の合意があること (一九三四年法 §203b)。

一方、F H A は、保険契約に際して、保険料を課す (同法 §203c)。⁽³²⁾ その保険料はモーゲージ設定者の負担となる。モーゲージ権者が被保険者となっている場合でも実態は同じである。

3 住宅モーゲージ市場における F H A 設立の効果

F H A の保証制度は、モーゲージ債権の保有の危険性を肩代わりすることにより、次のような現代的なモーゲージ貸付取引を可能にした。すなわち、平均二〇年という長期の融資であつて、それは、債務者の定期的な弁済によって満期までに完全に償還される。また、L T V 率は七五〜八〇%程度が水準とされた⁽³²⁾。それによって、頭金が従来より

低くなることになった。すなわち、借主は、保険料を負担するかわりに、長期間にわたる定期的な弁済による完全償還を前提とする借換えの必要のない貸付を受けられる。また、LTV率八〇%までの貸付によって、多額の頭金を準備できない借主にも、貸付を期待できるようになった。

三 F N M A の設立

1 N M A 設立の趣旨

F N M A の構想は、一九三四年法第三編に規定された N M A にルーツをもつ。一九三四年法は、第三編において、F H A 長官に、N M A を設立する権限を与えた（同法 § 301(a)）。

N M A は、LTV 率八〇%を超えないモーゲージローンを購入・売却する権限をもつ機関とされる（同法 § 301(a)）。このモーゲージ債権の買取というのは、N M A がモーゲージ設定者に直接融資をなすという意味ではない。第三者のモーゲージ設定者に対するモーゲージ債権を買取る（二次市場取引）という意味である。⁽³³⁾

上述のように、F H A は、モーゲージ貸付取引（一次市場取引）を、従来における（借換えをあてにした）短期のバルーンモーゲージに換えて、完全な償却を前提とする長期・固定利率の貸付へと誘導した。これによって、低所得者等にも、借換えをあてにせず、かつ、多額の頭金の準備も必要としない貸付の道が開かれた。しかし、このような住宅モーゲージ貸付が実現するためには、なお、いくつかの問題があったのである。

第一に、この新たなモーゲージ貸付は、その結果、当該貸付に投じた資金の長期間の固定を意味した。これにより住宅金融の萎縮が懸念された。通常、貯蓄金融機関は、F H L B 等からの借入を増やしてまで、融資を増やすことが好まない。F H L B 等からの借入を増やすことは、貯蓄貸付機関自体の負債が増え、経営に悪影響を及ぼすからである。このような事情のもとでは、一定のモーゲージについて融資を促すために、F H A が信用保証をなしても、金融

機関が貸付を避ける可能性がある。これでは、FHAの目的は達成されない。

第二に、モーゲージ貸付は、従来地域的な取引がほとんどであった。従来、住宅金融市場における主たる貸主であるS&Lには、州際業務が禁じられてきた。⁽³⁴⁾

これは、モーゲージの危険性の査定(underwriting)の困難が原因であるとされる。金融機関は、モーゲージ貸付に際して、損失の危険性を査定(underwriting)することになるが、住宅モーゲージの場合、そのプロセスとは、目的不動産の鑑定、借主の信用履歴(credit history)の照会、借主の雇用と収入の確認、その他リスクを予知するのに役立ちそうなあらゆる個人的な情報の収集である。⁽³⁵⁾しかし、このような情報は当該地域に精通した貸主以外には入手困難であったのである。

モーゲージ貸付取引の地域的偏狭性の結果、東部諸州と西部や南部諸州で、資金需給に不均衡が生じるようになっていた。このことは、東部諸州のような、資本剰余地域にとっては問題とならなかったが、南西部等の開発地域においては、住宅モーゲージ貸付のための資金不足の問題を生ぜしめた。⁽³⁶⁾

ここに、モーゲージ債権を流動化する必要性が発生したのである。すなわち、現代化された取引によるモーゲージ貸主を資金の固定化から救うと同時に、住宅金融の資金が不足している地域に余剰する地域からの資金の流入をもたすために、投資家の資金を住宅金融に振り向ける必要が生じたのである。

そのためには、「民間の二次市場(private secondary market)を創設」し、住宅モーゲージに流動性(liquidity)を付与する必要があった。

モーゲージ付債権の流動化の前提は、FHAの信用保証制度によってある程度実現されていた。すなわち、モーゲージ貸付の危険性のFHAによる肩代わりは、(モーゲージ貸主のみならず)投資家がモーゲージ付債権を保有す

ることを厭わなくなる効果ももたらしたのである。

しかし、従来、モーゲージ付債権を売買する取引（二次市場）がほとんど存在しなかったことから、モーゲージ付債権の保有を安全にするだけでは、機関投資家の資金を住宅金融に振り向けることはできそうになかった。そこで、投資家に買取ったモーゲージ債権の再売却（resale）の途を与えるために、モーゲージ債権の売買を行う政府機関の設立が必要とされたのである。

2 一九三四年法にもとづくNMA

NMAがFHA長官の指揮のもとで有する権限は、①一般に単純不動産権（fee simple）ないし九九年を下回らない賃借権において保有される不動産を担保とする前払いを保証するため与えられるような、第一順位のモーゲージおよびその他のリーエン付債権を買取り売却する権限、②かかる目的のために、債務証書を発行して金銭を借り入れる権限であるとされる（同法§301(a)）。

NMAが買取・売却することができるとモーゲージ債権は、買取がなされる日付の担保目的不動産の評価額の価値の八〇％を超えないものとのみ規定されている（同法§301(a)(1)）。

一方、NMAが発行し、未払い負債を保有することができる債務証書（note・bonds・debenture・その他の債務証書のいずれの形式でも可能）は、次の額を超えない範囲で認められる。①総額で資本金と対等額の一〇倍を超えない範囲で、かつ②NMAに保有されFHAに信用保証されたモーゲージの券面額に、NMAが現金ないし預金の形で保有する現金の総額と合衆国の債券および合衆国によって元利について保証された債券といった投資物件の総額を加算した額を超えない範囲である。また、NMAはFHA長官が特に認める場合を除いて、債務証書の発行以外の方法で金銭の借入を行うことができないとされた（同法§302）。

NMAはモーゲージの実行の結果取得した不動産を運営（賃貸・修繕・現代化のための改装・売却）する権限を有する（同法§304）。

一九三八年、政府公社である Reconstruction Finance Corporation（復興金融公社。以下、RFCと呼ぶ）が、一三四年法にもとづくNMA設立の申請を行い、認可された。このNMAは当初 National Mortgage Association of Washington という名称であったが、まもなくFNMAと改称される。⁽³⁷⁾

3 住宅モーゲージ市場におけるFNMA設立の効果

FHAの信用保証制度によるモーゲージ債権保有の安全性と、FNMAによるモーゲージ債権の買取先の確保によって、従来ほとんど存在しなかった、モーゲージ債権の移転をもたらす取引が促された。すなわち、従来、モーゲージ貸主と借主の間で発生したモーゲージ債権は、消滅に至るまで、モーゲージ貸主に保有されるのが通常であった（一次市場取引）。それに対して、この新たな取引においては、当該モーゲージ債権が投資家の手に移転されるのである（二次市場取引）。

一九三四年法における構想段階で想定されていた、モーゲージの二次市場取引は、次のようなモーゲージ債権の流れであった。すなわち、モーゲージ借主と貸主の間で発生したモーゲージ債権が貸主から投資家へと移転される取引である。かかる取引は投資家の資金の住宅金融市場への流入をもたらす。FNMAの機能は、投資家が取得したモーゲージを再び売却する道を確保することによって、投資家のモーゲージ市場への参入を促すことにあったのである。

しかし、FNMA設立当初から、次のような派生的な取引がみられた。それは、モーゲージ債権が、借主と（モーゲージ債権の保有を前提としない）モーゲージパンカーの間で創出された後、投資家の手を経ることなく、直接FNMAに買取られる取引である。これは、創出されたモーゲージ債権が第三者に移転される取引という意味では、二次

市場取引に分類される。しかし、投資家の手を経ない、すなわち、投資家の資金を住宅金融市場へ流入させる機能をもたない（政府資金の流入にすぎない）ことから、完全な二次市場取引とは言いがたいものである。

第三項 当時期の住宅モーゲージ市場

FHAとFNMAは、大恐慌による住宅金融産業の低迷によって住宅難に陥った国民を（信用保証制度によって）救済し、同時に（住宅購買意欲を増進し住宅産業を活性化させることによって）経済の立て直しを図るといふ政策的意図のもとに設立された政府機関である。

当時期において、両機関の活動自体は小規模に留まっていた。FHAが信用保証をなしたモーゲージ貸付件数は、HOLCによる貸付件数のおよそ半分にすぎず、当然、FNMAの活動も小規模であった。⁽³⁸⁾

しかし、両機関の設立は、その後の住宅モーゲージ市場に大きな影響を与えた。⁽³⁹⁾

第一に、FHAの信用保証制度は、住宅モーゲージ一次市場における取引を現代化するという影響をもたらした。すなわち、長期固定利率で元利を期限内に定期的に弁済することによって完全に償還されるモーゲージ貸付である。もともと、主要な住宅モーゲージ貸主が行うモーゲージ貸付の多くは、FHAの信用保証を用いないモーゲージ債権（以下、コンベンショナルモーゲージ債権と呼ぶ）であり、かかる債権には一九三四年法規定の要件は強制されない。しかし、少なくとも一九三四年法においては、FNMAに買取られるモーゲージ債権は、FHA保証付のものに限定されておらず、一九三四年法規定の要件を充たしているものであれば、FNMAの買取の要件を充たした。このことから、本来FHAと無関係のモーゲージ債権の多くが、（将来の流動化の可能性のある）FHAの要件を充たすものになっていったのである。

第二に、FHAの信用保証付モーゲージ債権を売買するために設立されたFNMAは、住宅モーゲージ二次市場の展開の（については住宅モーゲージの証券化への過程の）起点となった。

FNMAという（FHA信用保証付）住宅モーゲージ債権の買取を行う機関を設立することにより、投資家が（最売却の可能性を前提に）モーゲージ債権の売買を始めやすい環境をつくることが試みられたのである。この試みによって、従来ほとんど存在しなかった二次市場取引が小規模ながら形成され、モーゲージ一次市場の地域偏狭性に起因する住宅資金不足の地域への資金の供給に成功した。もともと、当時期における二次市場取引は、投資家の資金の流入を伴う本来的な取引だけでなく、政府資金を流入させる仕組みとしての派生的な取引によっても形成されていたことには注意が必要である。

このような、現代的なモーゲージ貸付取引で構成されるモーゲージ一次市場と、その資金不足を補填する仕組みとしてのモーゲージ二次市場で構成されるという構造は、このあとの住宅モーゲージ市場の基本的なスタンスとなる。

第三章 戦後期の住宅モーゲージ市場（一九四六～六五）

第一項 経済史的背景

第二次世界大戦後一九六〇年代半ばまでは、アメリカの歴史上かつてないほど経済全体が安定しかつ成長した時期であった。景気後退は一九五三年、一九五七年、一九六三年に発生したが、いずれも軽微で、一年半以上続くことはなかった。⁽⁴⁰⁾ こうした安定した好景気に支えられ、住宅モーゲージ貸付取引（一次市場取引）は好調であった。

一次市場取引が順調である以上、（本来大恐慌後の住宅モーゲージ市場の停滞期における暫定的措置であった）FHAの信用保証制度は、その役割を終えたかにも思える。もしそうであれば、FHA信用保証付モーゲージ債権につ

いて二次市場取引を促すことを目的とするF.N.M.Aの活動も縮小に向かうことになる。

しかし、実際には、信用保証制度の需要は、むしろこの時期に拡大したのである。それには次の背景があった。

第一に、第二次世界大戦末期の一九四四年、復員軍人を文民生活に再調整させる目的で、Service-men's Re-adjustment Act of 1944（以下、一九四四年法と呼ぶ⁽⁴¹⁾）が制定される。一九四四年法は、復員軍人の住宅不動産の購入ないし自己所有の未改良の土地上に自分の家族によつて占有されるための住宅の建設を支援するために、Veterans Administration（復員軍人局。以下、V.Aと呼ぶ）が、F.H.A類似の信用保証制度を創設する⁽⁴²⁾。

第二に、Housing Act of 1949（以下、一九四九年法と呼ぶ⁽⁴³⁾）が制定され、F.H.A・V.Aの信用保証制度を含む政府機関のモーゲージ貸付を援助するプログラムに、次のような位置付けが与えられる。一九四九年法はまず、「国家の公共の福祉と安全および国民の健康と生活水準の要請から、深刻な住宅不足を救済し、スラムの一掃による水準以下およびその他の不適切な住宅を除去し、アメリカの家族のための適正な住宅と快適な住環境の可及的速やかに達成するに十分な、住宅建設（housing production）と近隣共同体の発展（related community development）が必要である」と宣言（declaration）する。そのうえで、かかる国家の住宅の目的（national housing objectives）の連邦政府の政策（policy）を次のように示す。すなわち、「必要な物（total need）の大部分が可能な限り民間企業から供給されるよう促す」べきとしつつも「スラムの一掃による水準以下およびその他の不適切な住宅を除去するための政府援助（assistance）、共同体の発展および再発展を可能にするための政府援助、新規ないし既存の適正な住宅を提供されないほど低所得の家庭に適正な住宅を提供するための政府援助が、右必要性が認められかつ右必要性が政府の助力（aid）なく民間企業のみに依拠していたのでは充足されない地域に、提供されるべきである」とする（一九四九年法§2）。

このように、FHA・VAといった政府機関の信用保証制度は、(恒久的な政策としての)新たな役割を与えられたことで、その需要を増すことになったのである。

第二項 一九四八年法

一 一九四八年法の趣旨

一九四八年、National Housing Act 第三篇を改正する Act of Jul. 1, 1948 (以下、一九四九年法と呼ぶ⁽⁴⁴⁾)が制定される。

一九四八年法の目的は、FNMAの設立である。既述のように、FNMAは、一九三八年に、一九三四年法に基づくNMAとして設立されていた。しかし、FNMAの設立が議会で「明言」されたのは、この一九四八年法であった。⁽⁴⁵⁾

一九四八年法は、実際に設立されていたFNMAの活動に則して規定されており、いわばFNMAの活動を追認するものである。しかし、同時に、信用保証制度が、大恐慌後の救済策から、恒久的な住宅政策へと転換されたことを受けて、FNMAの活動を幾分拡大させる。

二 一九四八年法によるFNMA

一九四八年法は、FNMAをFHAの指揮のもと、RFCによって所有され運営される政府保有公社 (Government Corporation) とする。FNMAの理事会は、RFCの理事会の議長によって任命される五名を下回らない理事で構成される。また、FNMAは、RFCによって引き受けられる二〇〇万ドルの資本金と一〇〇万ドルの払込剰余金 (paid-in surplus) をもちうるようになった (一九四八年法 §301(b))。

FNMAが有する権限は、①一定のモーゲージ債権の購入・サービス業務・売却と（同法§301(a)(1)）、②かかる目的のための、債務証券の発行による、金銭の借入である（同法§301(a)(2)）。

一九三四年法では、NMAに売買の権限を認めるモーゲージ債権を「LTV率八〇%を超えないモーゲージ」としていたのに対し、一九四八年法では、「一九三四年法§203ないし§603によって信用保証されるモーゲージ債権、ないし、一九四四年法 §3501, 502, 505(a) によって信用保証されるモーゲージ債権」と規定する（同法§301(a)(1)）。すなわち、LTV率に関する規定を削除したうえで、FHA（ないし新たに加えられたVA）による信用保証を受けないモーゲージ債権（コンベンショナルモーゲージ債権）の売買を明文で排除したのである。LTV率規定を排除したのは、VA保証の範囲がLTV率一〇〇%までみとめられるものであったためである。⁽⁴⁶⁾

一方、債務証券については、①総額で資本金および払い込み剰余金の四〇倍を超えない範囲で、かつ②FNMAに保有され上述の政府機関の信用保証を受けたモーゲージの券面額に、FNMAが現金ないし預金の形で保有する現金の総額と合衆国の債券および合衆国によって元利について保証された債券といった投資物件の総額を加算した額を超えない範囲であるとされる。

三 住宅モーゲージ市場における一九四八年法の効果

FNMAの機能自体は、従来と同様である（また、FNMAが促した取引が、必ずしも投資家の参入を促す本来の二次市場取引であつたわけではなく、モーゲージバンカーが創出したモーゲージ債権をFNMAが直接買取る派生的な二次市場取引であることも多かった。この点においても従来と同様である）。すなわち、政府が政策的に信用保証をなすモーゲージ債権を買取る機能であり、これは（地域的偏狭性等の理由で）モーゲージ貸付の資金不足によるモーゲージ一次市場の限界を、モーゲージ債権を（本来的には投資家に、派生的には政府に）売却する取引（二次市

場取引)によって補わせるものである。

戦後、政府機関のモーゲージ信用保証制度の趣旨は、大恐慌後の暫定的な救済策という意味合いから戦後の住宅政策へと変わり、その種類も従来からのFHAの一〇四世帯住宅モーゲージを対象としたものに加え、同様の仕組みを持つ何種類かの信用保証プログラムが加わった。かかる状況下において、一九四八年法は、一連の政府プログラムの達成のために資金を供給する手段として、(二次市場取引における資金が不十分な場合に)二次市場取引を促すことを明らかにしたのである。

第三項 一九五四年法(FNMAの組織改革)

一 一九五四年法の趣旨

Housing Act of 1954 第二編(以下、一九五四年法と呼ぶ⁽⁴⁷⁾)は、一九三四年法第三編を再び全面的に改正し、FNMAの大規模な改革を行う。

一九四九年法以来、FHA・VAといった政府機関は、信用保証プログラムを拡大させていった。一九五四年、上院の請求に応じてFHAのA.Cole長官が提出した書簡⁽⁴⁸⁾によると、一九五四年までに、一二の信用保証プログラムが存在したことが分かる⁽⁴⁹⁾。

一九五四年法の直接の目的は、残りのプログラムをFNMAが取り扱えるようにするため、FNMAの活動の規模を拡大することにあった。

二 一九五四年法に基づくFNMAの改革

一九五四年法は、FNMAを、RFC所有の一法人としての組織から、官民混合保有形態(mixed ownership)の

法人へと改組された。その資本金は、民間に対して発行する議決権のない株式 (nonvoting stock) と、財務省に対して発行する議決権のない優先株 (nonvoting preferred stock) の発行によって調達されることとされた (一九五四年法 §303(a))。

一九五四年法は、FNMAを、FHAおよびVA信用保証付モーゲージ債権の買取・サービス業務・売却といった業務 (operation) をなす権限を有する機関とする (同法 §302(b))。一九四八年法とは異なり、一九三四年法 §§203, 603, 一九四四年法 §§501, 502, 505(a) (一九四八年法 §301(a)(1)) といった特定の政府プログラムに限定するのではなく、「一九五四年法ないし一九四四年法によって保証される住宅モーゲージ債権」とのみ規定される (一九五四年法 §302(b))。

そのうえで、一九五四年法は、かかる活動を、その機能に応じて、三つの事業に分割した。すなわち、①二次市場操作機能 (同法 §301(a))、②特別支援機能 (special assistance function) (同法 §301(b))、③既に保有するモーゲージの管理・清算機能 (manage and liquidate function) (同法 §301(c)) の三機能をそれぞれ担う事業である。各事業は、独立の計算 (separate accountability) で運営されるべきとする (同法 §307)。

①二次市場操作事業とは、「投資物件としてのモーゲージ債権に一定の流動性 (liquidity) を提供することによって住宅モーゲージの二次市場に補助的な支援を提供し、それによって、住宅モーゲージ金融 (home mortgage finance) が利用しうる投資資本 (investment capital) の流入を改善する」目的で、上述の業務をなす事業である。当該事業の対象とされるモーゲージ債権は「民間の (モーゲージ債権に投資する) 機関投資家によって一般に要求される買取の水準を充たすような質・種類・等級である」 (同法 §304(a)) とされる。かかる事業の運営の資金を得るために、FNMAは財務省の同意の元で決定した満期と利率をもつ債務証書 (obligation) を発行することができる (同

法 §304(b))。さらに、当該債務証書は財務省による買取を受けることができるものとされる (同法 §304(c))。

②特別援助事業は、「(一) 既存の住宅金融制度のもとでは適切な住宅を獲得できない国民層 (segments of the national population) のために、十分な経済的費用を投じて (at full economic cost)、満足な水準の住宅を供給することを目的とした、特別住宅プログラム (special housing program) に基づいて創出された (市場性の確立を度外視した) 一定の住宅モーゲージ、(二) 高度な国家経済の安定を物質的に脅かしかねない、モーゲージ貸付および住宅建設活動の減退を阻止する手段としての住宅モーゲージ」「貸付のために (大統領が公共の福祉のために決定した場合、その決定の範囲内でなされる) 特別援助を提供すること」を目的とする (同法 §301(c))。当該事業として、FNMA は、「大統領が定める場合その範囲内で、大統領が決定した種類、等級、ないし類型の住宅モーゲージ債権 (右債権の分割持分を含む) を買取るかその予約をなす権限を実行する」 (同法 §305(a))。当該事業の対象とされるモーゲージ債権は「民間の機関投資家によって要求される買取水準を実質的かつ一般的に充たす質である」が、「右機関投資家に容易に受入れられる必要はない」ものとされる (同法 §305(b))。右事業の運営のため、FNMA は、「財務省に対して発行されうる債務証書」によって資金を調達しうる (同法 §305(d))。

③既に保有するモーゲージの管理・清算事業は、「住宅モーゲージ市場への反作用を最小限にとどめかつ連邦政府の損失を最小限にとどめるように、FNMA が現在所有するモーゲージポートフォリオを、秩序をもって運営・清算する」機能を担う事業である (同法 §301(c))。したがって、右事業の計算においては、新たなモーゲージの買取は行われない (同法 §306(c))。右事業の運営のため、FNMA は、②特別援助事業と同様、「財務省に対して発行されうる債務証書」によって資金を調達しうる (同法 §306(d))。

三 住宅モーゲージ市場における一九五四年法の効果

特筆すべきは、これらの事業に関して、将来の民営化の方向性が示されていることである。第一に（FNM Aの資本構成に関して）、財務省に保有される優先株式は、可及的速やかに償還（reire）されるべきであるとされた（同法§303(a)）。第二に（二次市場操作事業に関して）、右優先株式のすべての償還が実行されるようになった時点で、FHA長官は、可及的速やかに次のような立法をなすことを大統領が議会に勧告するように伝えるべきであると規定される。すなわち、「二次市場の操作が、事後、民間に保有され民間から資金調達を行う会社によって実行されるために」[§304に基づくFNM Aの二次市場操作に関するFNM Aの資産と負債を、FNM Aの普通株主に移転する]ための適切な立法である（同法§303(g)）。また、FNM Aが二次市場運営事業の計算において発行する財務証書は、財務省が保有するすべてのFNM Aの優先株が償還された時点以降は、財務省による買取を受けないとされた（同法§304(c)）。第三に（運営・清算事業に関して）、現在、財務省貸付を中心とする資金によってFNM Aが保有するモーゲージ債権は、最大限かつ可及的速やかに、民間資金（による保有）に移行されるべきであるとされている（同法§306(b)）。

かかる方向性に見られるように、一九五四年法は、従来のモーゲージ二次市場における派生的な取引の政府の住宅プログラムに対する貢献を認めつつ、それを将来的には本来の二次市場取引に戻そうとするものである。

第四項 当時期の住宅モーゲージ市場

当時期のアメリカ住宅モーゲージ市場において特長的なのは、各金融機関のFHA・VA信用保証付モーゲージ貸付が増加したことである。その背景には、FHA・VA信用保証制度の恒久的な住宅政策プログラムとして位置付けと、FNM Aの活動の拡大があった。

しかし、このことが直ちに、住宅モーゲージ二次市場の拡大を意味するわけではない。

第一に、FHA・VA信用保証制度は、第一義的には、モーゲージ貸付の貸倒れの危険性を政府機関が肩代わりするものであるから、それ自体は一次市場取引を促す制度でもあった。また、FHA・VA信用保証付モーゲージ貸付取引が拡大したといっても、住宅金融の過半数は、かかる信用保証制度を利用しないモーゲージ貸付であった（以下、コンベンショナルモーゲージ貸付と呼ぶ）。コンベンショナルモーゲージ債権については、二次市場取引はほとんど存在していなかった。

第二に、FNM AのFHA・VA信用保証付モーゲージ債権の買取は、二次市場取引の促進に向けられた制度であったが、この制度が本来の目的で十分に機能しているわけではないことが明らかになってきていた。すなわち、一九五四年法で明らかにされたように、FNM Aの活動には、金融機関の投資家としての取引を促す（二次市場取引の支援）という本来の機能以外に、FNM A自身が保証付モーゲージ債権を買取り保有するという派生的な取引の存在があったのである。当時期の二次市場は、機関投資家の参入が消極的であったことから、この派生的な取引が主流を占めるに至っていた。

その原因として指摘されるのは、第一に、モーゲージ債権の投資の対象としての限界である。投資家が、そのポートフォリオの一部としてモーゲージ債権を保有する場合、その目当てはキャッシュフロー、すなわち、モーゲージ設定者からの元利の弁済金である。これらのうち、元本については、FHA・VAの信用保証制度によって危険性が回避されていたが、利子については不十分であった。というのは、モーゲージ設定者が弁済期前に元本の全額を弁済した場合、それ以降に利息は発生せず、予定したキャッシュフローに不足が生じるのである。これを繰上償還リスクと呼ぶ。第二に、モーゲージ債権は、長期固定利率の債権である。このことは、景気下降期で国債等の他の（市場金利

を反映する）投資物件の利回りが悪い場合には、相対的な優位を生む。しかし、景気上昇期には、国債等の資本市場の利率を反映する投資物件より利回りが悪くなり、保証付モーゲージの投資対象としての魅力は小さかった。戦後、景気上昇が続いたことにより、機関投資家はモーゲージ債権から離れていった。

第四章 金融引締め期の住宅モーゲージ市場（一九六六～）

第一項 経済史的背景

一九六六年から一九八〇年代初期にかけての、アメリカ経済の特徴は、実質的経済成長の停滞と、高いインフレ率、そしてインフレ抑制のために繰り返された金融引締めであった。かかる経済情勢は、住宅モーゲージ市場に二つの点で影響を与えた。

一 住宅モーゲージ一次市場の展開

一九六六年の金融引締め（による市場金利の上昇）に際して、S & L等の貯蓄金融機関が過酷な預金争奪競争を繰り広げることを懸念した政府は、（従来、連邦準備制度に属する商業銀行のみに適用された）レギュレーションQと呼ばれる預金利率の上限規制を、FRBによるFHLBB・FDIC等との調整を通じて、FHLB制度に属するS & L等の貯蓄金融機関にも拡大する⁽⁵⁰⁾。ただし、S & L等の預金利率の上限規制は商業銀行よりも〇・七五～一・〇〇％高めに設定された。

レギュレーションQの趣旨は、貯蓄金融機関が住宅モーゲージ一次市場の主要な担い手であるという認識のもと、貯蓄金融機関の資金調達コストを押さえると同時に、（預金保険制度をもつ）預金に吸収される資金の商業銀行への流出を防ぎ、貯蓄金融機関により多く流入させることで、住宅モーゲージ一次市場の資金源（住宅への資金のなめら

かなフロー）を確保することにあつた。⁽⁵¹⁾

一九六六年の導入当初から、レギュレーションQには、小額預金者に不公平であるとの批判がなされていた。機関投資家や大口預金者が市場金利を反映する高い利回りの投資市場にその資金を振り向けるのに対して、預金保険制度をあてにする小口預金者は市場金利より利回りの悪い預金利率で、S & Lや商業銀行等に預金をするしかなかったからである。

一九六六年以降、金利引き締めによって市場金利と預金金利に大きな差が出る現象が循環的に（一九六六年の後も、一九六九年、一九七〇年、一九七三年、一九八一年に）生じていく。そのような時局において、右の不公平感から、預金者は資金（fund）を貯蓄貸付機関からひきあげ、市場利率を反映して売り出される（offer）短期金融市場証券（money market instrument）⁽⁵²⁾に投資するようになっていく。⁽⁵³⁾すなわちマネーマーケットファンドのような、（預金保険制度のない）預金代替制度が、小額預金者にその預金の市場利率にもとづく利回りを提供したのである。

この現象は、デイスインターミディエーション（disintermediation）⁽⁵⁴⁾として知られる。デイスインターミディエーションによって、貯蓄金融機関は信用逼迫（credit crunch）に陥り、住宅モーゲージ一次市場の停滞を招いた。⁽⁵⁵⁾

一九六六年の段階で、デイスインターミディエーションは（いずれも預金保険制度をもつ）貯蓄金融機関から商業銀行への預金流出であると捉えられており、レギュレーションQが効果をもつのは、この商業銀行と貯蓄金融機関の間の資金の流れのみであった。市場要因（market force）によってデイスインターミディエーションが預金から預金代替制度への資金流出を意味するようになり、（預金保険制度をもつ）預金どうしの競争が相対化されたことで、レギュレーションQは住宅モーゲージ市場（一次市場）の資金源を安定させる制度としての意味を失っていく。⁽⁵⁶⁾

一九八〇年、the Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980（以下、一九八〇年法と呼

(ぶ)⁽⁵⁷⁾が制定され、レギュレーションQは段階的に廃止されることになる。⁽⁵⁸⁾これは、レギュレーションQが、期待される（住宅モーゲージ市場の資金源を安定させる）機能を果たさなくなっていたことに加え、預金を減少させることによって、金融引締めによるインフレーション抑制の効果を削いでいると考えられたためである。⁽⁵⁹⁾

しかし、レギュレーションQの廃止は、住宅モーゲージ一次市場に決定的な打撃を与えることになった。主要な貸主である貯蓄金融機関の経営を著しく圧迫したのである。これは、S & Lの負債が上昇を続ける短期金利であるのに対して、その債権の利率が長期融資の開始時点、すなわち、まだ長期金利がそれほど高くなかった時点で決定された利率のままになっていたためであった。⁽⁶⁰⁾レギュレーションQの廃止によって、S & Lは、預金獲得のために高い利率を支払うが、かつてなした、長期で利率の低い貸付からの低い収益しかえることができない状況（逆ざや現象）に追い込まれたのである。一九八二年、S & Lの資金の平均的なコスト（S & Lが預金に支払わねばならない利率）は、実に一一％を超え、モーゲージにもとづく平均的な利回りは一一％以下になった。⁽⁶¹⁾また、循環的に生じた金融引締め期を通じてFHLBによる多額の借入が増加していたことや、高金利のもとで、モーゲージ資産を売却することも、S & Lの経営を圧迫する要因となった。⁽⁶²⁾S & Lの年間破綻件数は、一九八〇年の三五件から一九八二年には二五二件に上った。一九八二年だけで、FSLICによる預金保険を受ける金融機関の七％以上が破綻したのである。⁽⁶³⁾

このような状況の中、一九八〇年代においては、「モーゲージ貸主が、借主との間で創出したモーゲージ債権を、消滅に至るまで保有する」という伝統的な一次市場取引の構造自体が危機に瀕するようになっていった。

二 モーゲージ二次市場の展開

住宅モーゲージ一次市場における資金源の不足の懸念に際し、二次市場取引の促進が求められた（ニーズが発生した）のは、大恐慌後、第二次世界大戦後について三度目であり、もはや目新しいことではなかった。しかし、今回の

一次市場の資金不足は、借主の事情に起因するもの（大恐慌後の借主および戦後の復員軍人や低所得者の住宅金融需要）というより、貸主側（とりわけS&L）の預金の減少とその後の経営悪化が原因であった。

今回のニーズに対して、従来どおりFHA・VAプログラムといった特定の購買層（＝借主）を対象とした二次市場取引の促進のみで応えることは困難であった。事実、当時期においては、FHA・VA保証付モーゲージ貸付の低下がみられた。⁽⁶⁴⁾これは、高いインフレ率と実質的経済成長の停滞のもと、住宅価格が家計所得の伸びをはるかに上回る水準で高騰し、FHA・VA保証付貸付に適格する貸付が困難になったためである。⁽⁶⁵⁾住宅価格の高騰は、政府がプログラムのために投じる資金を拡大できる水準を大きく上回った。

このような状況のもと、従来の（モーゲージバンカーが創出するモーゲージ債権を政府機関が直接に買取るといった）派生的な二次市場ではなく投資家の資本を振り向ける本来的な二次市場取引の促進が求められるようになる。さらに、FHA・VAプログラムに限らず、コンベンショナルモーゲージ⁽⁶⁶⁾を含めた住宅モーゲージ二次市場全体に拡大の需要が高まった。

第二項 政府系機関によるMBSの発行

一 一九六八年法

1 一九六八年法の趣旨

一九六八年、議会は Housing and Urban Development Act of 1968（以下、一九六八年法と呼ぶ⁽⁶⁷⁾）を制定する。一九六八年は法第八編において、旧FNMAを、二つの機関に分割する。

一九六八年法の目的は、住宅政策（National Housing）の貫徹であるとされる。住宅政策とは、一九四九年法にお

いて明言されたように、国家の目的は「アメリカ人家庭のための一定水準の住宅とあさわしい生活環境の提供」のために、「低所得者・中流階級のための住宅の供給と都市の改良に相当な投資をなすこと」である。⁽⁶⁸⁾

一九六八年において、従来からの住宅政策を貫徹するために、新たな立法をなす必要性は、上述の経済情勢であった。すなわち、「この事業の貫徹を誇りとしつつも、かかる投資は、今日の需要に比べればかなりの不足に陥っており、その不足傾向は「循環的に訪れる金融引締（tight money）期と連邦政府の財政圧迫に際して」深刻になってきているという認識である。⁽⁶⁹⁾さらに、人口増加と都市への人口集中が高い率で続き、これまでなされてきた投資の効果を薄めてきた。

一九六八年法は、FHAの信用保証業務の拡大等、従来からの住宅支援政策プログラムの強化と並んで、FNMAの改革を規定する。

2 一九六八年法にもとづくFNMAの組織改革

一九六八年法は、一九五四年法で区別された三事業のうち、二次市場運営事業の独立を規定する。かかる事業を引き継ぐ機関として設立されたのが、FNMAの名称を用いる新たな機関（以下、新FNMAと呼ぶ）であった。

FNMAの組織改革の趣旨は、一九五四年法§303(c)に示された趣旨を貫徹することである。すなわち、FNMAの資産と責任を移転することで、旧FNMAが担ってきた二次市場運営機能を民間（普通株主）に委ねることである。その背景には、旧FNMAの二次市場運営は、経済的に健全であり、民間資金のみによって資金調達されうるという認識があった。⁽⁷⁰⁾

新FNMAの資本金は、額面価格をもたない普通株と、額面価格一〇〇ドルの議決権をもたない優先株によって構成されるとされた。また、新FNMAは、一五人の理事で構成される理事会（board of directors）によって運営や

れ、⁽⁷¹⁾そのうち所有者である株主によって選任されるのは一〇人であり、五人は毎年合衆国大統領によって任命されるものとされた（一九六八年法§308(b)）。⁽⁷²⁾このように、新生FNM Aは、「政府の援助を受ける民間機関（government-sponsored private corporation）」⁽⁷³⁾として設立されたのである。

新生FNM Aが担う機能は、二次市場支援機能であった。かかる事業の運営（および連邦保有の優先株の償還）のために、FNM Aは、民間に対する普通株式、債務証券の発行に加えて、MBSの発行の権限を認められた（一九六八年法§304(a)、一九三四年法§304(c)として）。すなわち、モーゲージ投資市場およびその運営のための付加的資金調達手段に対する流動性を拡大するため、財務省の認可のもとで、FNM Aは保有するモーゲージの一部を区別し（set aside）、そのように区別されたモーゲージ群を裏づけとなす証券を発行・売却する権限を有である。かかる証券は、債務証券の形式および信託証券（trust certificate of beneficial interest）の形式、ないしその両方の形式をとることができる。かかる証券は、財務省の認可のもとでFNM Aが決定する利率での利子と満期をもつ。かかる証券は証券取引法上の適用除外証券である。本条に基づいて取り分けられたモーゲージは、FNM Aが右証券のタイムリーな元利の支払いをなしうるに十分な範囲内であるべきであるとされる（一九六八年法§304(a)、一九三四年法§304(c)として）。

3 GNM Aの設立

一九六八年法によって、一九五四年法におけるFNM Aの特別援助事業（一九五四年法§304）と、従来のFNM Aの保有するモーゲージ債権の運営・清算事業（同法§306）は、GNM Aとして新たに設立された政府機関に引き継がれた。

GNM Aは、Department of Housing and Urban Development（住宅都市開発省。以下HUDと呼ぶ）の一機関とし

て設立された政府機関である (一九六八年法 §802(c)、一九五四年法 §302(a) の修正)。

G N M A の特別援助事業は、旧 F N M A のものをほとんどそのまま引き継いでおり、改正されたのは資金を五〇〇〇億ドル増額した点のみであった (一九六八年法 §806、一九五四年法 §305(c) の修正)。

特筆すべきは、運営・清算事業の一環として、新たな保証制度が設立されたことである。

一九六八年法は、G N M A に以下のような信託証書 (trust certificate) その他の証券 (securities) のタイムリーな支払いを保証する権限を与える。G N M A が保証をなすことができる証券の要件は、①一九五四年法 §301(c) にもとづき F N M A によって発行される証券および、本条の目的に合致する範囲で G N M A によって認定されたその他の発行者によって発行された証券であり、かつ② F H A ないし V A の信用保証のつくモーゲージ付債権によって構成される信託財産 (trust) ないし財産群 (pool) によって裏付けられる (based on backed) 証券である。

G N M A は、かかる証券の発行者が元本および利息の支払いをなし得なかった場合、かかる支払いを現金で行う。同時に、G N M A はかかる支払いによって満足した権利に完全に代位する。このような保証の対価として、G N M A は、合理的な保険料を徴収する。

4 住宅モーゲージ市場に対する一九六八年法の効果

一九六八年法によって、得られた効果は、F H A・V A 信用保証付住宅モーゲージ債権の証券化が可能となったことである。すなわち、F N M A の資金調達手段として規定されたように、保有するモーゲージ債権を区別して、その債権群の持分権を表象する証券 (以下、M B S と呼ぶ) を発行し、かかる証券のキャッシュフローを G N M A によって付保した後に、投資家に売却するという取引が可能になったのである。これは、住宅モーゲージ二次市場取引の促進につながった。

ここで、MBSの発行というのは、単に、モーゲージ債権を区別してそれを表象する証券を発行するといった形式的側面の形成によって可能となったわけではない。実際、モーゲージ債権を区別してそれを表象する証券を発行するという構想自体は、すでに一九六四年に立法化されていた。⁽⁷⁵⁾当初の証券の発行は、単に、旧FNMAが保有するモーゲージ債権を小口化して分売するための手法として導入されたものであった。しかし、一九六八年法前においては、かかる証券の投資家への売却は実現しなかった。⁽⁷⁶⁾二次市場取引を促すには至らず、厳密には証券化とは呼べないものであったのである。

二次市場取引を促すことに成功したのは、一九六八年法によって規定されたGNMAによる保証制度の確立であった。⁽⁷⁷⁾

一九七〇年、GNMAによって元利の期限どおりの支払いの保証を付された最初のMBS（GNMAIと呼ばれる⁽⁷⁸⁾）が発行され、投資家に流通する。このMBSは、FNMAではなく、民間金融機関が保有する同種のFHA・VA保証付債権を債権群に区別しその持分権を表象したものであった。

投資家が、MBSを用いたこのような取引に参入した要因は、証券の形式をとることによる小口化以上に、GNMAの信用保証によって、モーゲージ債権の投資対象としての魅力が増大したと指摘される。

GNMAが保証をなすMBSは、FHA・VA信用保証付モーゲージの持分権である。したがって、MBSは、モーゲージの貸倒れの危険性を負わない（かかる危険性はFHA等に肩代わりされている）。また、MBSはFNMAの買取の対象となる（最終的な現金化の道の存在）。これらは、MBS（についてはモーゲージ債権）が投資家に受入れられるための重要な前提であり、（FHA・VA信用保証付モーゲージ債権に関しては）すでに一九三四年法によって確立されていた。それにもかかわらず従来のモーゲージ債権は投資家の関心を引くことができなかった。その

要因のひとつは、キャッシュフローの安定性がなお不十分であったことである。これは、償還期前弁済による利子の減少による問題（期限前償還リスク）であった。

投資家の関心は、対象となる投資物件から得られるキャッシュフローにある。モーゲージ債権には、このキャッシュフローの予測がつかないという欠点があり、投資の対象としての的確を欠く要因となっていた。モーゲージ債権のキャッシュフローが得られないという場合、まず思いつく要因は、当該債権に債務不履行があり、その後のモーゲージの実行によっても完全な履行が得られないという場合かもしれない。しかし、これだけが投資の対象としての的確を欠く理由なら、その欠点は、FHAによる信用保証で治癒されるはずである。しかし、モーゲージ付債権には、これ以外に、キャッシュフローの予測がつかない要因があった。それは、期限前償還である。すなわち、モーゲージ設定者は、住宅売却・金利低下時における低利モーゲージへの借換え・本人の死亡による保険金など臨時収入のために、期限前償還されることが多い。実際、モーゲージの満期は通常三〇年であるが、平均償還期間は一二年と言われている。⁽⁷⁹⁾そして、期限前償還がなされる場合、その時点以降の利息収入は得られないのである。

MBSの保証制度は、この点を補完する制度なのである。すなわち、GNMAが元本のみならず利子の毎月のタイムリーな支払いを保証するということは、MBSのキャッシュフローをモーゲージのそれから自立させることを意味する。これによって、GNMAの発行するMBSは、一般的に市場性・安全性の点で財務省証券と同等といわれるにいたったのである。⁽⁸⁰⁾

以上のように、GNMAによるモーゲージ付債権の証券化は、GNMAによる信用保証によって、市場性の付与に成功した。その結果、モーゲージ借主と貸主の間で創設されたFHA・VA信用保証付モーゲージを、GNMAの買取を経ることなく、GNMAに付保されたMBSの形で投資家に売却するという取引が促された。これらは、いずれ

も、投資家の資金を住宅金融市場に流入させるものであり、モーゲージ貸主の資金を資金源としない二次市場取引である。

二 一九七〇年法

1 一九七〇年法の趣旨

一九七〇年、Emergency Home Finance Act of 1970（以下、一九七〇年法と呼⁽⁸¹⁾）によって、FNM Aの改革とFLMCの設立がなされる。

一九七〇年法の趣旨は、一九六八年法によってFHA・VA信用保証付モーゲージ債権について可能となったMB Sの発行をコンベンショナルモーゲージについても可能とすることであった。一九七〇年にコンベンショナルモーゲージのMBSを発行する必要性が高まったのは、貯蓄金融機関の預金から預金代替制度へのディスインタミディエーションが、一九六九年の金融引締め頃から生じ始めたためである。⁽⁸²⁾一九七〇年三月から過去一四カ月において、貯蓄性預金の増加は、S & Lによって供給されたモーゲージ信用の、ネットで三分の一以下であった。その結果、右期間において、FHLB貸付は、S & Lによって供給されたモーゲージ信用のおおむね二分の一にまで及び、S & Lの経営を圧迫し始めていた。⁽⁸³⁾

2 一九七〇年法にもとづくFNM Aの改革

一九七〇年法は、FNM Aのモーゲージ付債権買取の権限を、従来のFHA等の保証付のものに加え、政府機関の保証のつかないコンベンショナルモーゲージにまで拡大する（一九七〇年法§201(a)）。

一九七〇年法が、FNM Aに買取を認めるコンベンショナルモーゲージの要件は、LTV率七五%を超えないモーゲージ債権であった。ただし、LTV率七五%を超えるものでも、①売主がモーゲージ債権の部分（participation）

の一〇％以上を保有している場合、②売主が、三年以内に債務不履行が生じた場合に、買戻しをなすことに合意している場合、③七五％を超える部分について民間による信用保証がなされている場合、F N M A の取り扱いを認めるものとする(一九七〇年法 §201、一九五四年法 §302(b)(2)として)。その趣旨は、①の場合、売主の実際の損失可能状態(exposure)が極めてわずかであり、F N M A が売主の債務不履行の経験を詳細に調査し、モーゲージ付債権の抜き取り検査(spot check)を行うことで回避できる危険であるとの認識にもとづく。また、②および③の場合はLTV率七五％以上であるのと同様の安全性をもつと考えられる⁽⁸⁴⁾。

3 F H L M C の設立

一九七〇年法はまた、第三編において、F H L M C の設立を規定する。F H L M C は、F H L B B の構成員からなる理事(Board of Directors)の監督(direction)に服する法人(body corporate)である(一九七〇年法 §303(a))。F H L M C は各地域のF H L B の加盟金融機関として、連邦制定法・規則その他の規制に服する(同法 §303(a))。また、F H L M C の資本金は、F H L B に対してのみ発行される議決権のない普通株によって構成された(同法 §304(a))。F H L B に対する普通株の発行によって構成される資本金は累積で一億ドルを超えない額とされた(同法 §304(b))。そして、F H L M C は、いつでもその普通株の全部または一部を償還することができる(同法 §304(c))。このように、F H L M C は、F H L B によって所有される政府機関として設立されたのである⁽⁸⁵⁾。

F H L M C が買取ることを予定したモーゲージ付債権は、F H L B 制度に属する貯蓄金融機関(そのほとんどはS & L)の保有するモーゲージ付債権と、政府機関によって預金保険がなされている金融機関(主に商業銀行と相互貯蓄銀行)が保有するものであった(同法 §305(a)(1))。

また、F H L M C が買取るための要件は、①政府の信用保証付モーゲージ、②一九三四年法 §203(b)ないし同法

§207の要件を充たすFHA信用保証付モーゲージと同じ上限をもつコンベンショナルモーゲージで、LTV率七五%を超えないもの、③同様のコンベンショナルモーゲージでLTV率七五%を超えるものうち、新FNMAによる買取が認められるものと同様の要件を充たすもの、であった(同年法§306(a)(2))。

FHLMCは、二次市場の運営資金の調達のために、三つの手段を認める。①FHLBからの借入、②GNMAの保証を受けるMBSの発行、③FHLMCがタイムリーな支払いをなすことをFHLBによって保証される債務証書(obligation)その他の証書である(同法§306(a))。これにより、FHLMCの証券ないし債務は、すべて、FHLB制度ないしGNMAによって保証されることとなった。⁽⁸⁶⁾

4 住宅モーゲージ市場に対する一九七〇年法の効果

一九七〇年法により、従来FHA・VA信用保証付モーゲージのみを扱っていたFNMAの事業が拡大されたことに加え、貯蓄金融機関の規制機関の直轄下に、FHLMCを設立されたことによって、コンベンショナルモーゲージを対象としたMBSの発行の基礎が確立された。

一九七〇年法で付与された権限にもとづき、FNMA・FHLMCが実際に発行したMBSは次のようなものであった。

FHLMCが最初に発行したMBSは、一九七一年に発行された参加証書(participation certificate)と呼ばれるMBSである。参加証券は、GNMAと同様、FHLMCが買取り保有するモーゲージ債権の一部を債権群に區別し、その持分権を表象する証券である。そのMBSの多くは、GNMAの保証ではなく、FHLMC自身による保証がなされていた。ただし、この保証は、利子については期限どおりの支払い保証がなされるものの、元本については最終的な支払いの保証がなされているだけである。⁽⁸⁷⁾爾来、FHLMCは、買取ったモーゲージ債権の約九〇%を債権

群に区別しそれを裏づけとするMBSを自ら発行してきた。⁽⁸⁸⁾

一方、FNMAがMBSを発行し始めたのは一九八一年のことであり、精力的にとりくみはじめたのは一九八七年以降である。FNMAが最初に発行したMBSも、GNMA同様、FNMAが買取り保有するモーゲージ債権の一部を債権群の形に区別し、その持分権を表象する証券であった。FNMAの支払保証は、期限どおりの支払保証である。⁽⁸⁹⁾ FNMAは一九九三年の時点で、ポートフォリオにおいて保有するモーゲージの約三倍の証券化されたモーゲージをもっている指摘されている。⁽⁹⁰⁾

第三項 民間機関によるMBSの発行

一 一九八四年法の趣旨

一九八四年、Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984（以下、一九八四年法と呼ぶ⁽⁹¹⁾）が制定された。一九八四年法は、民間のモーゲージ二次市場への参入を促し住宅金融市場に資金を振り向けるために、既成の法制度における阻害要因を排除する制定法である。⁽⁹²⁾

一九八四年の段階で、かかる立法が要請された理由に関して、The Committee on Energy and Commerce は、「強度のインフレーションと利率プレッシャー、近年の貯蓄金融機関の危機、そして短期預金利率の天井を定めるレギュレーションQの廃止の結果生じた」「住宅金融の手法のドラマチックな変化である」とする。⁽⁹³⁾ 伝統的なモーゲージ貸主である貯蓄金融機関は、不確実な利率環境において、長期・固定利率のモーゲージを保有することを望まなくなり、あるいは不可能になっていたのである。

かかる経済状況のなかで、MBSの発行による二次市場取引の有用性が次第に顕著になってきた。一九七七年から

一九八一年まで、モーゲージ関連証券（そのほとんどがパススルー証券型のMBS）の発行は毎年二〇〇億ドルであり、一九八二年には五四〇億ドル、一九八三年には前年比六五%増であった。一九八三年末までに、GNMA・FHLMC・FNMAによって保証されたMBSの発行残高は二四三〇億ドルに及び、これは、住宅モーゲージ債権の残高の二〇%に相当する。また、一九八三年においては、新規に発行された一〇四世帯住宅モーゲージ一九〇〇億ドルのうち七二〇億ドルが、MBSの販売によって資金調達された。

しかし、一九八四年までに発行されたMBSは、そのほとんどが政府系機関（GNMA・FNMA・FHLMC）によって発行ないし保証された証券であった。一九八二年末の段階で、FNMA、GNMA、FHLMCといった政府系機関の保証によって発行されたMBSの総額は、約七〇〇億ドルであった。これは、同年のMBSの発行総額の九七%を占めていた。⁽⁹⁴⁾

また、住宅モーゲージ貸付の需要は過去十年間で上昇したので、住宅信用を要求するためのMBSの販売は重要になっていった。FNMAの見積もりによれば、一九九〇年代の住宅需要の資金を調達するためには、一兆六〇〇〇億ドルが必要となるものとされた。また、Salomon Brothersは、この先一〇年で四兆ドルが必要となると見積もる。⁽⁹⁵⁾かかる状況下で、民間によるMBSの発行を促進する必要性ができたのである。

二 一九三四年証券取引所法の改正

一九八四年法が、民間MBS発行の促進のために、まず取り組んだのは、Securities Exchange Act of 1934（以下、取引所法と呼ぶ⁽⁹⁶⁾）の改正であった。

取引所法は、証券の購入および保持のための信用利用に一定の制限を課する（取引所法⁽⁹⁷⁾）。また、同法は、ブローカーまたはディーラーとしての通常の業務を行うにあたって、国法証券取引所に登録されている証券を担保に借

入を行うことを禁ずる（取引所法§8(a)）。さらに、同法は、ブローカー兼ディーラー⁽⁹⁸⁾等が、当該取引に先立つ三〇日以内に分売に参加していた新規発行証券の一部である証券を担保として、信用取引⁽⁹⁹⁾をなすことを禁ずる（§11(d)(1)）。以上の取引所法の適用を免れない場合⁽¹⁰⁰⁾、MBSの発行者は、裏づけとなるモーゲージ債権を買取って債権群にまとめて区別し、証券の発行が済むまで、当該証券による資金調達をなしえない。この点が民間MBSの発行の阻害要因であると考えられたのである。

既述のとおり、一九八四年法において、民間MBSの発行を促進し、モーゲージ二次市場を拡大することが求められた要因の一つは、S & Lの預金吸収力の低下であった。一次市場取引の資金源が構造的に枯渇していく中で、いわば、投資家の資金をもってモーゲージ「貸付」を行う取引が要請された。かかる取引における「貸付」とは、貸主の預金からの資金源と、当該債権が消滅に至るまでの保有を前提とする、一次市場における貸付とは異なる機能を担う。すなわち、MBSの発行者は、株式の発行における会社等とは異なり、発行機関自体の資金調達を目的とするものではない。担保目的財産の保有者である借主（モーゲージ設定者）と真の貸主（証券の購入者）の間の導管体（conduit）としての取引を行うのである。したがって、MBSの発行者は、モーゲージ付債権を買取る資金を調達するために、実際に証券が発行される前に募集を行い証券の成立後に証券を買取る売買約定（commitment）を取り付ける必要があるのである。

かかる取引は、従来においても存在した。民間金融機関が、GNMAの保証を受けたMBS（GNMAI）を発行することを前提に、予め投資家との間で売買約定を取り付けた上で、MBSの裏付けとなるモーゲージ債権を創出するモーゲージ貸付を行うといった取引である。従来、かかる政府系MBSの発行において、取引所法の規定が問題とならなかったのは、政府系MBSが、取引所法上の適用除外証券となっていたためである。すなわち、取引所法§8

(a)(12)は、「§3(a)(4)に定義する政府証券」を適用除外証券とし、同法§3(a)(4)は「(A)合衆国の直接債務または合衆国が元本もしくは利子につき保証する債務である証券」「(B)合衆国が直接または間接に利害関係を有する法人が発行したまたは保証する証券であつて、財務省長官が公益または投資者保護の上で適用除外証券とすることを必要または適当として指定したもの」という定義をおく。したがつて、政府機関であるGNMAの保証するMBSはもとより、準政府機関であるFNMAやFHLMCが発行、保証するMBSが適用除外証券であることは疑いがない。それに対し、民間MBSは、適用除外証券にはあたらない。そのため、証券取引所法が法的参入障壁になっていると考えられたのである。

そこで、一九八四年法は、次のような証券取引所法に関する改正を行う。まず、取引所法§3(b)に「モーゲージ関連証券 (mortgage related securities)」という概念を置いたうえで (一九八四年法§101)、取引所法§7に、「国法証券取引所の会員またはブローカーもしくはディーラーは、FRBが公益および投資者保護のために採択する規則にしたがつている限り、モーゲージ関連証券の購入後一八〇日以内またはFRBが規則によつて定めるそれより短い期間内において代金全額引換の引渡方式による善意の延滞引渡協約があつても、それを理由として本条 (取引所法§7) の意味における信用の供与もしくは維持、または証券購入のための信用供与もしくは維持のための斡旋を行ったものとみなされることはないものとする」という新たな条項 (取引所法§3(c)) を付加する (一九八四年法§102)。また、取引所法§8(b)には、「連邦準備制度理事会が公益および投資家保護のために採択する規則にしたがつている限りにおいて、いかなる者もモーゲージ関連証券の購入後一八〇日以内またはFRBが規則によつて定めるそれより短い期間内において代金全額引換方式による善意の延滞引渡協約があつても、それを理由として通常の業務過程において本条の意味における借入を行ったものとみなすことはないものとする」という新たな一文 (取引所法§8(c)) を付加す

る（一九八四年法§103）。さらに、取引所法§11(d)(1)にも、「受渡が善意によって遅延したというだけの理由で信用の供与とみなすことはない」場合として、「モーゲージ関連証券購入の後一八〇日以内、または、証券取引所委員会が規則で定めるそれより短い期間内に、当該モーゲージ関連証券の受渡と引換に購入価格の完全な支払が行われる場合」（取引所法§11(d)(1)(iii)）を付加する（一九八四年法§104）。

これらの取引所法の改正は、「MBSにとって、延滞期間（extended period）は不可欠である。なぜなら、証券の裏付けをなすモーゲージ債権群に含まれることになるモーゲージ債権は、証券の購入の売買約定（commitment）が獲得された後に創出されるものである。⁽¹⁰²⁾」という認識に基づくものであった。

一九八四年法は、民間MBSを（政府系MBS同様の）取引所法の適用除外証券にしたわけではない。しかし、民間MBSに関して、証券の発行前一八〇日以内における先行取引（信用取引・借入）を認めることで、民間金融機関を導管体とするMBSの発行を容易にした。

三 貯蓄金融機関の投資権限の拡大

民間MBSの発展を阻害してきた第二の要因は、Glass-Steagall Act §16⁽¹⁰³⁾であった。同法§16は、FRB制度に加盟する国法銀行および州法銀行がその計算において証券の購入を行う権限を制限する。

かかる制限も、政府MBSに対する民間MBSの不利を意味するものであった。というのは、Glass-Steagall法は、政府MBSには適用されなかったのである。したがって、右銀行は無制限に政府MBSを購入することができたのに対し、民間MBSの購入については厳しい制限を受けた。

一九八四年法は、民間MBSをGlass-Steagall法の適用除外とすることによって、政府MBSと民間MBSの格差を排除した。

この趣旨は、MBSを購入する力があるにもかかわらず、古めかしい規制のために妨げられている機関投資家に、MBS購入を可能にするためであると説明される。⁽¹⁰⁴⁾

四 住宅モーゲージ市場における一九八四年法の効果

一九八四年法の施行以降、MBSを用いた住宅モーゲージ二次市場は、大幅に拡大した。政府系MBSと民間MBSを含めたMBSの年間発行額は、一九八八年には一九八三年当時の三倍の二八〇〇億ドルになった。なかでも民間MBSの伸びは顕著であり、一九八三年の二〇億ドルから一九八八年には二〇〇億ドルに達した。⁽¹⁰⁵⁾ただし、これらの数字には、これまで見てきた、同種の住宅モーゲージ債権を債権群に区別してその持分権を表象した証券としてのMBSのみならず、一九八〇年代半ばに進展したCMOやREMICと呼ばれる派生形態のMBSも含まれる。このように、政府機関によるキャッシュフローの保証の付かない民間MBSの展開においては、派生商品の積極的な開発や民間保険会社の保険制度、MBSの格付けといった民間の努力も重要な要因となっている。⁽¹⁰⁶⁾

一九八四年法は、かかる民間MBSの展開を促す契機となったのである。

第四項 当時期の住宅モーゲージ市場

当時期の住宅モーゲージ市場の特徴は、一次市場の減退と、MBSの発行という形式的要件を得た証券化による二次市場の拡大である。

従来の二次市場が、その少なからぬ部分を投資家の資金流入をもたらない派生的な取引によって構成されていたのに対し、当時期の二次市場は、投資家の資金流入を伴う本来的な二次市場取引によって構成されるものである。

MBSが、投資家の資金の流入に成功したのは、モーゲージ債権を投資家にとって魅力的な投資対象となしうる基

礎を形成したからである。その基礎は、GNMAによって始められた、キャッシュフローの保証という要因によって得られたものである。

MBSによって、モーゲージ債権に市場性を付与する道が示されたことで、住宅モーゲージ市場は、一九八〇年代以降、急激にその構造を変えていく。一次市場取引が減退していく中で、借主が資本市場からの資金で（新規に）モーゲージ貸付を受ける取引が一般化していくのである。さらに、主要な貸主である貯蓄金融機関は、既に保有する債権の一部を債権群に区別して、それを、政府系期間との間で、同一の債権群に裏付けられるMBSと交換する取引をなすようになった。このような取引は、スワップ（swap）取引と呼ばれる⁽¹⁰⁷⁾。スワップ取引は、貸付取引（一次市場取引）の結果発生するモーゲージ債権を長期にわたって保有することができなくなった一九八〇年以降の貯蓄金融機関に、（その債権を市場性のある債権と取替えることによって）資産取引の道を与えるものである⁽¹⁰⁸⁾。

第五章 結語

住宅モーゲージ市場におけるモーゲージ証券化の過程とは、一次市場取引の財源の欠乏に際して、二次市場取引を促すために展開させられてきた過程である。この展開を促したのは、政府が立法的措置によって設立した政府機関（一九六四年法前のFNMAおよびGNMA）ないしそれに準ずる政府系機関（一九六四年法以降のFNMAおよびFHLMC）であった。本稿では、かかる政府系機関の活動をコントロールした立法的措置のプロセスを中心に検討を進めてきた。

住宅不動産の物的信用に依拠した貸付取引（一次市場取引）の結果発生する住宅モーゲージ債権を、投資の対象に変える（市場性の付与）ために必要であったのは、①モーゲージの貸倒れリスクの排除、②二次市場の存在（売却先

の確保」とともに、③モーゲージ債権のキャッシュフローの安定性であった。

当初（一九三〇年代から一九六〇年代半ばにかけて）、一次市場の財源の欠乏は、大恐慌によって住宅を失った国民や復員軍人、一部地域の低所得者等、一定の住宅難に陥った国民層の出現・増加によって発生したものであった。かかる一次市場の資金欠乏は、一時的・地域的なものであった。そのため、右時期の一次市場の財源の補填のためには、（一）モーゲージバンカーから政府機関が直接モーゲージ債権を買取するという派生的な二次市場取引によって住宅モーゲージ市場に流入する、福祉政策的な性格をもつ政府資金と、（二）政府機関による①貸倒れリスクの肩代わりおよび②売却先の確保のみによって出現した、小規模な二次市場取引によって住宅モーゲージ市場に流入する、投資家の資金で事足りたのである。

しかし、一九六六年以降循環的に生じた金融引締めは、一次市場における貸主が吸収する預金が預金代替制度に流出するデイスインターミディエーションの発生を招いた。貸主の預金吸収力の低下によって発生した一次市場の資金源の構造的な枯渇に際し、本格的な二次市場が求められるようになった。

そこで成功を修めたのが、金融機関が保有するモーゲージ債権の同種のことを債権群として区別し、その債権群の持分を表象した証券である、MBSの発行という手法の導入であった。すなわち、MBSを発行し、モーゲージ債権のキャッシュフローを（当該債権群の持分権を表象する証券である）MBSのキャッシュフローに置換えたうえで、政府機関がMBSのキャッシュフローの保証を行うことで、モーゲージ証券化を達成した。

一九八〇年代以降、アメリカの住宅モーゲージ市場においては、政府機関ないし政府系機関と、一九八四年法によって法的障壁を除去された民間機関が、MBSをさらに洗練させ、住宅モーゲージの証券化が飛躍的に進展していくことになる。また、住宅モーゲージにおける証券化の過程がモデルとなって、コマーシャルモーゲージやモーゲ

ジ以外の債権の証券化が展開していく。

住宅モーゲージ借主は、その所有する住宅不動産の物的信用によってしか融資を得られない場合が一般的である。モーゲージの証券化は、(MBSの発行によりキャッシュフローを確実にすること) かかる借主に、特定の資産の物的信用をもって投資家から（すなわち、資本市場から）資金調達することを可能にした。したがって、住宅金融の証券化の過程とは、本来、住宅不動産の物的信用に依拠した貸付取引（一次市場取引）の結果発生する住宅モーゲージ債権に市場性を付与し、投資の対象に変えることで、物的信用に依拠しつつ投資市場からの資金調達を可能にする過程であつたといふことができる。

もつとも、一九八〇年代以降の資産金融の証券化の大規模な展開は、本稿で検討した原型的MBS（バススルー証券）のみによつてもたらされたのではなく、それを発展させた派生商品と呼ばれるMBSによるところが大きい。このようなMBS派生商品の展開と一九八〇年代以降の資産金融の証券化の過程は、モーゲージの証券化の過程というより、すでに市場性を獲得したMBSが資本市場の中で競争力をつけていく過程といふべきである。また、住宅モーゲージ市場という消費者信用の領域のみならず、企業信用の領域における金融市場の展開も見逃せない。稿を改めて検討したい。

(1) 「金融の証券化」には、「企業金融の証券化」と「資産金融の証券化」がある。企業金融の証券化とは、企業が企業自体の信用を引当として資本市場から資金調達をするとうことであり、株式の発行、社債の発行がその一例である。企業の資金調達の形態が銀行借入から株式や社債へ、そして短期資金についていえばCPへと移行していくといった姿が企業金融の証券化であるということになる。それに対して、資産金融の証券化とは、企業自体の信用ではなく特定の資産それだけを引当として資金調達が行われるという概念である。「金融の証券化」のなかで、歴史が古いのは、企業金融の証券化である。このことは、アメリカにおいても同様である。しかし、その内容を今日のように、「証券化」とい

う概念でとらえるようになったのは、資産金融の証券化の展開に負うところが大きいの。すなわち、従来、銀行借入等の相対金融があたりまえのように思われていた領域において、証券化が見られるようになったために、金融の証券化が（企業信用、消費者信用の両方に妥当する）金融制度全体の潮流であるとの認識がもたれるようになってきたのである。このため、欧米において、証券化といえは資産金融の証券化がまず念頭に置かれるとされるのである。神田秀樹・天野佳洋「セキユリタイゼーションをめぐる法的諸問題」金法一二三八号六頁（一九九二年）、黒田巖編『新版わが国の金融制度』五五頁（日本銀行金融研究所、一九九五年）参照。

(2) See, LORE & COWAN, MORTGAGE-BACKED SECURITIES, §2.06 (2000 ed.).

(3) アメリカ法におけるモーゲージとは（広義では）不動産担保権を総称する概念である。アメリカ法では、不動産担保法は州の管轄であるため、その法的性質は、州によって異なる。現在、アメリカ法におけるモーゲージの法的性質には三種のバリエーション（リーエン理論・タイトル理論・中間理論）がある。最も多くの州法が採用するのはリーエン理論である。リーエン理論に基づくモーゲージは、わが国における抵当権とはほぼ同様の法的性質を有する非占有担保権である。また、アメリカでは、モーゲージは、担保目的財産の種類に応じて二種類に分けて論じられる。ひとつは、一〇四世帯の住居を目的とした不動産である住宅を目的財産とする住宅モーゲージ（residential mortgage）であり、もうひとつは、オフィスビルや賃貸マンションなどの収益を目的とする不動産を目的財産とするコマーシャルモーゲージ（commercial mortgage）である。See, LORE & COWAN, *supra* note 2, at §1.01.

(4) Richards, "Grable and Tradable": The Securitization of Commercial Real Estate Mortgages, 99 REAL ESTATE L.J. 99, 102 (1987).

(5) アメリカにおいては、モーゲージの設定を受けた貸金債権自体もまたモーゲージ（mortgage）と呼ばれる。これは、アメリカでは、モーゲージ権者がモーゲージのみを被担保債権から独立に譲渡することは認められていたためであると考えられる。See, Kernohan v. Manss, 53 Ohio St. 118, 41 N.E. 258, 29 L.R.A. 317 (1895), *Domrad v. Fisher & Burke, Inc.*, 270 Cal.App.2d 543, 76 Cal.Rptr. 529 (1969), *Moore v. Lewis*, 51 Ill.App.3d 388, 9 Ill.Dec. 337, 366 N.E.2d 594 (1977), *Margiewicz v. Terco Properties*, 441 So.2d 1124 (Fla.App. 1983). See also, West's Ann Cal Civil Code 2936. 本稿では、（多数見解があるリーエン理論を前提に）不動産担保権としてのモーゲージと、モーゲージ債権をあえて区別する。

(6) 本稿の対象である一九三〇年代から一九八〇年代半ばにかけて、住宅モーゲージ市場における主要な貸主は、商業銀行（commercial bank）とS&L（savings and loan association）であった。商業銀行には、財務省の通貨監管局によって認可された国法銀行（national association）と州銀行局の認可を受けた州法銀行（state bank）とがある。国法銀行はすべてFederal Reserve System（連邦準備制度）に加盟し、州法銀行にも加盟が認められている。加盟した場合はFederal Reserve Board（連邦準備制度理事会。以下、FRBと呼ぶ）の規制を受けなければならない。S&Lにも、州による認可を受けたものと連邦による認可を受けたものがある。S&Lは、連邦住宅貸付銀行制度（以下、FHLB制度と呼ぶ）に加盟することができる。加盟した場合は、Federal Home Loan Bank Board（連邦住宅貸付銀行理事会。以下、FHLBBと呼ぶ）の監督のもと、FHLBから短期の無担保貸付および長期の担保貸付を受けることができる反面、FHLBBの規制を受けなければならない。なお、連邦認可のS&LはすべてFHLB制度に加盟しなければならない。また、S&L以外に、ホームステッド法にもとづく金融機

関(homestead association)・保険会社(insurance company)・貯蓄銀行(savings bank)等の金融機関(これらの金融機関を総称して貯蓄金融機関(thrift)と呼ぶ)も、住宅モーゲージ貸付(home mortgage loan)を長期貸付の形でなす金融機関であれば、FHLB制度に加盟できるが、加盟金融機関のほとんどはS&Lであった。一九三三年末にFHLBに加盟していたS&Lは、全体の一九%にあたる二〇八六組合であったが、一九八一年末には、全体の九三%にあたる四〇三四組合にのぼった。

いずれの金融機関も、地域的余剰資金を預金として吸収し、それをモーゲージ貸付等の業務の主たる財源とする預金機関である。そのため、これらの金融機関には、それぞれ預金保険制度がある。商業銀行は、連邦準備制度への加盟の有無を問わず Federal Deposit Insurance Corporation(連邦預金保険公社。以下、FDICと呼ぶ)の預金保険を利用できる。また、連邦住宅貸付銀行制度加盟金融機関はすべて Federal Savings and Loan Insurance Corporation(連邦預金保険公社。以下、FSLICと呼ぶ)の預金保険に加入しなければならないとされてきた。

歴史的にみて最大規模の住宅モーゲージ貸主であったのはS&Lである。第二次大戦後、商業銀行が決済性預金の割合を増やし、その財源で対応できる construction loan(住宅建設業者に対して行う短期の建築貸付)に比重を移していったため、住宅モーゲージ市場における貸主としての役割は、いっそうS&Lに依存していくことになった。なお、一九六六年以降S&Lの貸付け業務も減少を余儀なくされていくが、その点については本稿第四章を参照。

See, NELSON & WHITMAN, 2 REAL ESTATE FINANCIAL LAW, 79 (3d ed. 1993). 佐久間潮『打込茂子』『アメリカの金融市場』八頁以下および三一頁以下(東洋経済新報社、一九八二年、ウィドマー(溝淵清彦監訳)『不動産ファイナンスの基礎と実践』一〇五頁以下(一九八九年)参照。

(7) ②の取引を専門に行う「モーゲージバンカー」という名称の金融機関もあるが、商業銀行やS&Lがモーゲージバンカーとしての取引を行うこともある。また、「モーゲージバンカー」が商業銀行の子会社であることも多い。各種の規制を受ける貸主としての金融機関と異なり、モーゲージバンカーは預金機関ではない。そのため、モーゲージバンカーに対する法規制は一九八〇年代に至るまで存在しなかった。

(8) 個人投資家のみならず、生命保険会社に代表される機関投資家も重要な取引主体である。また、①の取引を行うS&L等も投資家としての取引を行う点に注意が必要である。

(9) 一次市場(primary market)とは、「新たに売買されるようになる物やサービスのための市場」という意味であり、証券市場における「会社が資本金を調達するために新たな証券の発行がなされる市場」がこれにあたる。See, BLACKS LAW DICTIONARY, 983 (7th ed. 1999). モーゲージ市場においては「モーゲージが創出(originate)される市場」と定義される。See, *Id.*, at 1030.

(10) See, NELSON & WHITMAN, 1 REAL ESTATE FINANCIAL LAW, 405 (3d ed. 1993).

(11) 二次市場とは「既に売買される物やサービスのための市場」であり、従来主として証券市場における「既に発行された証券が投資家の間で取引される市場」の意味で用いられていた。See, BLACKS LAW DICTIONARY, *supra* note 9, at 984. モーゲージ市場においては「既存のモーゲージがパッケージベースで売買される市場」と定義される。See, *Id.*, at 1030.

- (12) 139 Cong. Rec. H2433 (daily ed May 12, 1993) (statement of Rep. Hoagland)
- (13) 松田清人「米国金融市場のセキュリティゼーション—最近の動向について」金融一九八六年八月号十四頁、上村達男「セキュリティゼーションと証券取引法(上)」商事法務一〇九九号一〇〇頁、九九頁(一九八七年)、天野佳洋「セキュリティゼーションと信託」信託法研究一三号八五頁、八七頁(一九八九一年)、ケンドール・フィッシュマン(日本興業銀行産業調査部訳)『証券化の基礎と応用』三七頁以下(東洋経済新報社、二〇〇〇年) 参照。
- (14) ボズアナ(大野喜久之輔監訳)『住宅と土地の経済学』一三頁(晃洋書房、一九九〇年)。
- (15) See Bradner, The Secondary Mortgage Market and State Regulation of Real Estate Financing, 36 EMORY L.J. 971, 975 (1987).
- (16) ch. 522, 47 Stat. 725 (1932) (codified as amended at scattered sections of 12 U.S.C.)
- (17) 大恐慌前に住宅モーゲージ貸付を受けていた債務者にとつての、借換えの重要性については、本章第二項参照。
- (18) ch. 64, 48 Stat. 128 (1933) (codified as amended at 12 U.S.C. §§1461-1470)
- (19) ch. 847, 48 Stat. 1246 (1934) (codified as amended at scattered sections of 12 U.S.C.)
- (20) 一九三四年法は同時に Federal Savings And Loan Insurance Corporation (連邦貯蓄貸付保険公社。以下 FSLIC と呼ぶ) をも設立する。
- (21) FHA には、信用保証を受けられる住宅モーゲージ貸付をなす金融機関に対する融資を行う権限も認められている(一九三四年法 83)。
- (22) 90 CONG. REC. A2984 (1944).
- (23) アメリカ法では、モーゲージの実行手続きは、各州法に委ねられている。現在、各州で一般的に認められている実行手続きには、司法手続きによる実行 (judicial foreclosure) と私的実行 (private foreclosure) がある。なお、foreclosure 制度は、歴史的には、わが国の抵当権の実行とは異なる制度であった。バージニア州などでは、依然として古い法的性質をもつ実行手続き (district foreclosure) が認められているが、大多数の州においては、抵当権の実行と同様の機能を担う制度へと収斂されている。なお、私的実行が認められる点は、わが国の制度にはみられないものである。しかし、現在のアメリカの私的実行においては、裁判所による目的不動産の鑑定を要件とされているため、その機能では、大きな違いはないと考えられる。本稿では、以下、特に詳細な区別はなさず、モーゲージの実行として扱う。
- (24) See NELSON & WITTMAN, *supra* note 6, at 53.
- (25) See, *Id.*, at 2.
- (26) See, *Id.*, at 54.
- (27) Griffith, Mortgage Guaranty Insurance is What?, 48 CAL. B.J. 683 (1973)
- (28) 片桐謙『アメリカのモーゲージ金融』八五頁(日本経済評論社、一九九五年)。
- (29) Shill, Uniformity or Diversity: Residential Real Estate Financial Law in the 1990s and the Implications of Changing Financial Markets, 64 S.C.L. REV. 1261, 1264 (1991).

- (30) 一九三四年法⁸⁰によれば、FHAの保証を受けられるモーゲージを次のように定義する。「四世帯を上回らない家族が住居のために用いる、(1) 不動産の所有権ないし(2) 九九年を下回らず、かつモーゲージ設定時に五〇年を下回らない残余期間のあるリースホルド上に設定された第一順位のモーゲージ」。つまり、FHAの信用保証はもっぱら住宅モーゲージ付債権に向けられたものである。
- (31) See, NELSON & WHITMAN, *supra* note 6, at 54.
- (32) 78 CONG. REC. 11368 (1934) (statement of REP. Kenney) (LTV率六〇%の貸付に対して信用保証を行うのでは、意味がないことが議論されてゐる)。
- (33) 78 CONG. REC. 11995 (1934) (Austin 上院議員の「NMAという連邦機関に、地域的領域に入り込み、その地域の銀行やS & Lと競争して、モーゲージをモーゲージ設定者から直接に買い取る権限を与える趣旨でしようか」という質問に対して、Bulles 上院議員は「モーゲージ付債権をモーゲージ設定者から買い取るというのは、いかなる意味でしようか。モーゲージはモーゲージ権者に属するものであります。しかし、私は、この規定が、NMAにモーゲージ設定者に対する直接の融資をなす権限を付与するものとは考えません。思うに、融資はすでになされていなければなりません。しかし、NMAはすでになされた後のモーゲージを買い取る、言い換えれば、すでになされたモーゲージを取引するのです。」と答えている)。
- (34) See, Still, *supra* note 29, at 1263. (貯蓄金融機関は本店から半径五〇マイル以内でのみ貸付をなすことができた。州をまたがる支店の出店は禁じられていた)
- (35) See, NELSON & WHITMAN, *supra* note 6, at 53.
- (36) 片桐・前掲注 (8) 八二頁。
- (37) See, Bradner, *supra* note 15, n.18.
- (38) ホズデナ・前掲注 (14) 一五頁。
- (39) See, Bradner, *supra* note 15, at 975.
- (40) ホズデナ・前掲注 (14) 一八頁。
- (41) ch. 268, 58 Stat. 284 (1944), *repealed by* Pub. L. No. 85-857, §14(87), 72 Stat. 1105, 1273(1958).
- (42) VA 信用保証制度は、利率と期限についての規定があるが(一九四四年法 §500(c))、LTV率についての規定はなく、LTV率一〇〇%のモーゲージ債権の信用保証も可能であった。
- (43) ch. 338, 63 Stat. 413 (1949).
- (44) ch. 784, 62 Stat. 1206 (1948) (codified as amended at 12 U.S.C. §8176-1723).
- (45) See, Bradner, *supra* note 15, at 976.
- (46) See, NELSON & WHITMAN, *supra* note 6, at 56

- (47) Federal National Mortgage Association Charter Act, ch. 649, title II, 68 Stat. 612 (1954) (codified as amended at 12 U.S.C. §§1716-1723)
- (48) 78 CONG. REC. 7050 (1934).
- (49) 最大規模のプログラムは、FHA設立当初から存在する「四世帯住宅 (1 to 4 family housing)」を目的財産とするモーゲージの信用保証プログラム (一九三四年法§203) であり (保証件数二七三、五八七〇件、保証総額一七〇、六八四、九一〇、八五ドル)、これは、保証件数全体の約八〇%、保証総額の六六%を占める。
- (50) 当初暫定的な措置であったが、毎年延長される形で、一九八〇年法による廃止まで継続された。
- (51) S. REP. NO.96-368, at 3 (1980), *reprinted in* 1980 U.S.C.C.A.N. 236, 238.
- (52) 財務省短期証券とローシヤルンバー。
- (53) S. REP. NO.96-368, at 3 (1980), *reprinted in* 1980 U.S.C.C.A.N. 236, 239.
- (54) *See* Shill, *supra* note 29, at 1265.
- (55) *See* NELSON & WHITMAN, *supra* note 6, at 84; Shill, *Id.* at 1265. ホズテナ前掲注 (14) 二二七頁。
- (56) S. REP. NO.96-368, at 4 (1980), *reprinted in* 1980 U.S.C.C.A.N. 236, 239.
- (57) Pub. L. No.96-221, 94 Stat. 132 (1980) (codified as amended at scattered sections of 12 U.S.C.)
- (58) レギュレーションQの段階的廃止の経過については、ガート (小野田純丸訳) 『アメリカの金融戦争』二八頁以下 (有斐閣・一九八七年) に詳し。
- (59) S. REP. NO.96-368, at 4 (1980), *reprinted in* 1980 U.S.C.C.A.N. 236, 240.
- (60) *See* NELSON & WHITMAN, *supra* note 6, at 84 (その性質上、彼らは有名なファイナンスの公式を破ったのである。すなわち「短期借りで長期貸しをいつたならぬ」という公式である)。乱高下する利率によつて性格付けられる経済情勢のもとで、彼らの問題は重大なものとなった)
- (61) Azar, FIREAR: Controlling Savings and Loan Association Credit Risk through Capital Standards and Asset Restrictions, 100 YALE LJ 149, 152 (1990).
- (62) *See* NELSON & WHITMAN, *supra* note 6, at 84.
- (63) Azar, *supra* note 61, at 152.
- (64) ホズテナ・前掲注 (14) 二二頁 (一九七〇年には、住宅モーゲージ貸付の約半分であったが、その後の数年間で四分の一にまで減少した。なお、その後、一九八〇年代初期には、以前の水準を取り戻した)。
- (65) *See* S. REP. NO.98-293, at 4 (1984), *reprinted in* 1984 U.S.C.C.A.N. 2812. (一九八四年法においても、一〇万八三〇〇ドルを越すモーゲージについて、FNMAやFHLMCが取り扱うことを禁ずる)。
- (66) もっとも、バルーンモーゲージが主流であった一九三〇年代初期とは異なり、この頃までには、現代型の貸付取引を行うようになってい

アメリカにおけるモーゲージ証券化の過程 (青木則幸)

た。違いは、FHA保証を受けるための煩雑な手続きと利回りの制限が回避されていることと、その結果、信用保証はなされず、またFNM Aによる買取や二次市場取引のための支援を受けることができない点であった。

- (67) Pub. L. No.90—448, 82 Stat. 536 (1968) (codified as amended at scattered sections of 12 U.S.C.)
- (68) 一九四九年法で規定されているのは低所得者のみであったが、一九六八年法までに中流階級が加えられていた。
- (69) H.R. Rep. NO 90—1585, at 1 (1968), *reprinted in* 1968 U.S.C.C.A.N. 2873, 2873.
- (70) *Id.*, at 2943
- (71) 後の改正で一八名(うち大統領任命者は三名)となった。
- (72) 住宅建設産業(homebuilding industry)・モーゲージ貸付産業(mortgage lending industry)・不動産産業(real estate industry)から各一名以上ずつ任命されねばならぬことになる。
- (73) 1968 U.S.C.C.A.N., *supra* note 69, at 2943.
- (74) *Id.* 2947
- (75) Housing Act of 1964, Pub. L. No.88—560, §701, 78 Stat. 769, 800 (1964) (codified as amended at 12 U.S.C. §1717)
- (76) FNM Aが最初にMBSを発行したのは一九八一年のことであり、そのMBS証券には、一九六八年法によるGNMA類似の保証がつけられた。
- (77) *See* NELSON & WHITMAN, *supra* note 6, at 74.
- (78) GNMAIについては、わが国にも多数の紹介がある。松井和夫『セキュリティゼーション 金融の証券化』二九頁以下(東洋経済新報社、一九八六年)、上村・前掲注(13)一〇〇頁(一九八七年)、天野・前掲注(13)九〇頁以下、ファーストプリンシパル社編(大和セキユリティーズ・トラスト、カンパニー訳)『モーゲージ担保証券』四八頁(中央経済社、一九九三年)、片桐・前掲注(28)一五二頁以下および一六六頁以下参照。
- (79) GNMAも平均償還期限(average life)を12年に設定しているとされる。片桐・前掲注(28)一五三頁。
- (80) *See* Bradner, *supra* note 15, at 980.
- (81) Pub. L. No.91—351, 84 Stat. 1807 (1970) (codified as amended at scattered sections of 12 U.S.C.)
- (82) 片桐・前掲注(28)一九五頁参照。
- (83) S. REP. NO 91—761 (1970), *reprinted in* 1970 U.S.C.C.A.N. 2873, 3491.
- (84) S. REP. NO 91—761 (1970), *reprinted in* 1970 U.S.C.C.A.N. 2873, 3494
- (85) 一九八九年以降、FHLMCは一部民営化され、準政府機関(government-sponsored private corporation)となった。現在FHLMCは、新FNM Aと同様、民間株主によって選任された理事と合衆国大統領の任命による理事からなる理事会によって運営される。また、発行する証

券が政府の発行する証券同様の扱いを受ける点でも、新FNM Aと同様である。

- (86) S.R.P. No.91—761 (1970), *reprinted in* 1970 U.S.C.C.A.N., 3488, 3497.
- (87) 松井・前掲注(78) 三九頁、片桐・前掲注(28) 一六八頁。
- (88) NELSON & WHITMAN, *supra* note 6, at 72.
- (89) 上村・前掲注(31) 一〇〇頁。
- (90) NELSON & WHITMAN, *supra* note 6, at 72.
- (91) Pub. L. 98—440, 98 Stat. 1692 (1984) (codified as amended at scattered sections of 12 U.S.C.)
- (92) See Bradner, *supra* 15, n.44.
- (93) H.R. REP. No.98—994, at 7 (1984), *reprinted in* 1984 U.S.C.C.A.N., 2827, 2828.
- (94) H.R. REP. No.98—994, at 14 (1984), *reprinted in* 1984 U.S.C.C.A.N., 2827, 2835. See, S.R.P. No.98—293, at 2, *reprinted in* 1984 U.S.C.C.A.N., 2809, 2835.
- (95) H.R. REP. No.98—994, at 15 (1984), *reprinted in* 1984 U.S.C.C.A.N., 2827, 2836. なお、これらの機関が住宅モーゲージ貸付の需要の増加を見込んだ背景には、戦後に誕生したベビーブーマー世代が、住宅を購入すべき年代に達してきていることがあった。ケンドール・フィッシュマン・前掲注(13) 三八頁以下。
- (96) ch. 404, 48 Stat. 881, (1934) (codified as amended at scattered sections of 15 U.S.C.) なお、本法の邦文訳に関しては、日本証券経済研究所編『外国証券関係法令アメリカ』(改訂版・日本証券経済研究所・1990)を参照した。
- (97) 取引所法²⁷⁾は、次のように規定する。「連邦準備制度理事会は、証券の購入または保持のための過度の信用利用を防止するため、…すべての証券を担保として最初に供与されたまたはその後維持される信用額に關し規則を定めなければならない。最初の信用供与に対する当該規則は次に掲げる基準に寄らなければならない。すなわち(1)当該証券のその時における市場価格の五五％または、(2)過去三六箇月間における当該証券の最低市場価格の一〇〇％(ただしその時における市場価格の七五％を超えない額)のうちいずれか高いほうの額を超えないこと。」
- (98) 取引所法²⁸⁾は、借入に関する制限を課する主体を「国法証券取引所の会員であつてディーラー兼ブローカーである者、または会員もしくはその他の者を通じてブローカー兼ディーラーとして証券の取引を行う者」と規定する。
- (99) 「顧客に対してもしくは顧客のために信用を供与しもしくは維持しまたは信用の供与もしくは維持の斡旋を行うことを条件とする取引を行う人」。
- (100) MBSが取引所法の証券に該当するものに争ふはなかつた。See, Murray & Hadaway, Mortgage-Backed Securities, Winter J. OF CORP. L. 203, 220 (1986).
- (101) 「モーゲージ関連証券 (mortgage related security)」に該当するMBSは、約束手形 (promissory note)、または当該手形に対する権利証券 (アメリカにおけるモーゲージ証券化の過程 (青木則幸))

(certificates of interest) なしに参加証券 (participation) のいずれの形式をとるものでもかまわないが、少なくとも一つの全国的に認知された統計的な格付け機関 (rating organization) にその最上位の二格付け類型 (rating categories) のいずれかに格付けされたものである必要があるとされる (取引所法 §3(a)(41))。

(102) H.R. Rep. No.98—994 (1984), at 14, *reprinted in* 1984 U.S.C.A.N. 2827, 2833.

(103) ch. 89, §16, 48 Stat. 184 (1933) (codified as amended at 12 U.S.C. §24 (7)).

(104) S. Rep. No.98—293, at 3 (1984), *reprinted in* 1984 U.S.C.A.N. at 2811.

(105) Pitman, *Economic and Regulatory Developments Affecting Mortgage Related Securities*, 64 NOTRE DAME L. REV. 497, 538 (1989)

(106) これら要因については、MBSの原型が形成されるまでのモーゲージ証券化の展開を検討するという本稿の範囲から外れるので、ここでは検討しない。次稿の課題とした。

(107) NELSON & WHITMAN, *supra* note 6, at 73. (例えば、一九九一年、FHLMCは五二八億ドルの、FNMAは七二億ドルのスワップ取引を行った。)

(108) ケンドール・フィッシュマン、前掲注 (13) 四〇頁参照。